下载日志已记录，仅供内部参考

行业及产业

轻工制造/
家居用品

申万宏源研究
SWS RESEARCH

2026 年 06 月 30 日

行业研究/行业深度

存量需求激发，行业基本面见底，地产右侧后向上弹性大

——房地产链白皮书：家居篇

看好

证券研究报告

相关研究

-

证券分析师
屠亦婷 A0230512080003
tuyt@swsresearch.com
黄莎 A0230522010002
huangsha@swsresearch.com
庞盈盈 A0230522060003
pangyy@swsresearch.com
张海涛 A0230524080003
zhanght@swsresearch.com
魏雨辰 A0230525010001
weiyc@swsresearch.com
联系人
张海涛 A0230524080003
zhanght@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

本期投资提示：

- **家居：地产后周期的耐用消费品，需求稳定增长。定制家居**服务属性重，位于产业链更前端，渠道分化明显，但具备流量入口优势；**成品家居**标准化程度高，有望受益存量需求崛起，生产规模效应&渠道结构稳定性更强，利好行业集中。随着家居企业多品类、多渠道发展，品类边界弱化。**早期家居受益地产红利，近年来存量需求占比持续提升，稳固家居基本盘。**根据国家统计局，2025 年家具制造业收入达到 6125 亿元，2011-2025 年复合增速达 4.6%，需求实现稳健增长。
- **家居行业复盘：由地产红利走向多维增长，头部企业有望穿越周期、整合市场：**
- **1）2016 年以前为行业红利期：地产驱动+渗透率提升。**2009-2016 年住宅销售、竣工面积年复合增速分别为 6.9%、2.7%，虽期间有阶段性地产调整，但整体仍呈上升趋势。另外家居品类渗透率持续提升，渠道存扩张红利，以索菲亚为例，依赖于单品类衣柜门店快速扩张，2008-2018 年收入复合增速达 43.2%。
- **2）2017 年行业增长分化，头部多维竞争优势整合市场。**家居行业为典型“大行业、小公司”，集中度仍处于较低水平（2025 年国内床垫、固定沙发、定制行业 CR4 均不足 20%），**头部企业打造多维竞争优势，增速持续领先：**1）布局高增长、高壁垒智能家居产品，如功能沙发、智能床及床垫、智能卫浴、智能晾衣架等； 2）渠道多元开拓，抢占流量高地；3）存量市场挖掘；4）多品类布局，提供一站式解决方案，有望持续整合分散的市场。
- **3）AI 赋能家居设计，激发消费者装修需求。**酷家乐、居然设计家推出 AI 家居设计产品，降低设计门槛，协同上下游设计、生产、销售，提升产业链运营效率，激发消费者装修需求。酷家乐除现实空间应用外，也适用于具身人工智能训练和电子商务产品展示等虚拟环境，打开新增长空间。
- **海外复盘：复盘宜得利、汉森、家得宝三家海外主要企业成长路径，海外头部企业通过前端零售能力建设、大家居战略、后端供应链整合和仓储能力提升，实现地产下行期逆势增长。**90 年代日本地产和股市泡沫破灭后，宜得利通过巩固产品能力、整合供应链整合、加强终端零售核心竞争力，实现逆势高增。亚洲金融危机后，汉森实施大家居战略，拓展橱柜以外的品类和不同层次品牌矩阵。美国金融危机后，家得宝回归零售能力建设，通过建设配送中心、供应链整合等途径强化高效率、重服务的核心竞争力。
- **海内外家居公司复盘：1）海外复盘：**地产右侧确定后，家居股价具备更高持续性。复盘日美房地产链板块股价与房价关系，家居公司和房地产公司股价趋势较为一致，其股价底部时间接近，基本都领先于核心城市房价底；在全国房价底左侧房地产公司股价弹性更强，在右侧家居公司股价持续性会更好。**2）国内复盘：** 2018 年之前受益于行业渗透率提升及地产红利，家居相较于地产行业超额收益不断累计。2018 年以后股价和地产相关性提升，但每轮行业周期反转时，相较于地产有明显超额收益（估值和 EPS 双提升）。2021 年以来，家居股价回调幅度更为明显，估值处于低位，向上空间大。其中成品家居存量需求和外销占比更高，业绩稳定性强；定制家居新房占比高，对地产变化更加敏感；占据流量入口，商业模式迭代能力为胜负手。
- **投资分析意见：政策优化提振β，地产预期扭转，购买力有望得到释放；家居估值底部释放风险；长期存量房支撑+市场整合，顾家家居、慕思股份相继发布智能家居新品，头部紧跟 AI 趋势创新产品，功能迭代刺激换新需求，看好家居企业估值修复【顾家家居】【索菲亚】【欧派家居】【慕思股份】。**
- **风险提示：竣工下滑对家居业绩形成压制，消费力持续表现低迷，地产政策落地不及预期。**

下载日志已记录，仅供内部参考

投资案件

结论和投资分析意见

家居估值处于底部，机构配置比例低，悲观情绪充分释放。稳经济和增长政策落地，地产有望逐步企稳，家居行业中期 Beta 企稳，消费信心提振、消费力向上，存量换新需求支撑行业长期扩容，家居行业需求有望边际改善。软体品类存量换新比例更高，智能化新品持续推出，刺激换新需求；头部企业敏锐产品嗅觉+研发供应链优势+科技化营销转型+零售化打法，叠加智能产品功能性>>外观设计，行业竞争升维，加速份额集中。2025 年以来行业整合加速，中腰部企业退出，盈峰等产业资本入局溢价入股家居头部，推动行业集中化。

政策优化提振β，地产预期扭转，购买力有望得到释放；家居估值底部释放风险；长期存量房支撑+市场整合，顾家家居、慕思股份相继发布智能家居新品，头部紧跟 AI 趋势创新产品，功能迭代刺激换新需求，看好家居企业估值修复【顾家家居】【索菲亚】【欧派家居】【慕思股份】。

原因与逻辑

家装以旧换新催化，存量需求占比提升，平滑地产周期波动。前期地产红利期的新房逐渐进入翻新周期，2025 年二手房网签面积 7.37 亿平，同比增长 2.6%，占销售面积比例达 45.5%，较 2024 年提升 3.1pct，此外各地家居以旧换新逐渐落地，激发存量消费潜力，有望平滑新房波动的影响，其中标准化程度高的软体家居赛道更加受益。

头部企业模式升级、渠道品类的 Alpha 增量。目前行业集中度处于较低水平，床垫、固定沙发、定制 CR4 均不足 20%，头部企业通过 1）布局高增长、高壁垒智能家居产品； 2）渠道多元开拓，抢占流量高地；3）存量市场挖掘；4）多品类布局，提供一站式解决方案，有望持续整合分散的市场。

地产右侧确定后，家居股价具备更高持续性。复盘日本及美国房地产链板块股价与房价关系，家居公司和房地产公司股价底部时间接近，基本都领先于核心城市房价底；在全国房价底左侧房地产公司股价弹性更强，在右侧家居公司股价持续性会更好。2021 年以来，国内家居公司股价回调幅度相较于地产更为明显，目前较地产超额收益已明显收敛，估值处于低位，向上空间大。

有别于大众的认识

市场担心地产下行对家居消费的拖累。但我们认为，**1）家居行业已逐渐向存量消费时代转变，有望平滑地产波动影响**；且行业集中度仍处于较低水平，**2）头部企业通过模式升级、渠道品类的增量，已经展现出穿越周期的 Alpha。**在对标海外成熟市场家居企业的发展历程后，我们发现在地产红利消退后，**3）海外家居企业仍然能够通过前端零售能力建设、品类战略调整和后端供应链能力提升**，实现逆势增长，一方面在于挖掘核心竞争力，如宜得利巩固性价比高、供应链效率高的优势，家得宝回归零售能力建设、强化服务能力，另一方面积极进行品类、品牌、渠道的拓展，如宜得利终端类型多元化，汉森从橱柜延伸到餐厅客卧等空间，家得宝发展 Husky（五金）、LifeProof（地板）等自有品牌。因此，**无需过度担忧地产下行的影响，行业压力期有望加速整合，优秀家居企业将脱颖而出！**

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1．家居：地产后周期的耐用消费品 7
1.1 家居：耐用消费品，需求稳定增长 7
1.2 家居处于地产后周期，存量需求占比不断提升 10
2．家居行业复盘：由地产红利走向多维增长 13
2.1 行业红利期：地产驱动+渗透率提升 13
2.2 增长分化期：头部企业竞争优势多维化，持续整合市场 14
2.3 AI 赋能家居设计，激发消费者装修需求 24
3．他山之石：地产后周期海外企业增长路径 27
3.1 宜得利：巩固产品+供应链整合+终端零售竞争力，逆势高增 27
3.2 汉森：实施大家居战略，丰富品牌矩阵布局 29
3.3 家得宝：回归零售能力建设，高效率、重服务 30
4．海内外家居公司复盘 33
4.1 海外复盘：地产右侧确定后，家居股价具备更高持续性 33
4.2 国内复盘：估值处于低位，向上空间大 36
5．风险提示 41

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：2011-2025 年家具制造业收入年复合增速为 3.8% 7
图 2：2011-2025 年家具制造业利润总额年复合增速为 4.6% 7
图 3：家居产业链概览 8
图 4：定制家居和软体家居对比 9
图 5：家居企业主要销售渠道 10
图 6：家居行业为地产链下游，与新房、存量房需求相关性高 10
图 7：家居消费与住宅竣工拟合度较高 11
图 8：2016-2019 年为精装快速提升期 11
图 9：2018 年以前家具零售增速大幅领先于竣工 11
图 10：2009-2016 年住宅销售面积年复合增速为 6.9% 13
图 11：2009-2016 年住宅竣工面积年复合增速为 2.7% 13
图 12：索菲亚单品类衣柜门店实现快速扩张 14
图 13：2018 年以前索菲亚收入保持高速增长 14
图 14：床垫行业头部企业市占率 14
图 15：定制行业头部企业市占率 14
图 16：固定沙发企业市占率 15
图 17：功能沙发头部企业市占率 15
图 18：2016-2024 年我国智能家居市场规模 CAGR 达 16.4% 15
图 19：与发达国家相比，2022 年中国智能家居渗透率仍然处于低位 15
图 20：2019-2024 年年智能晾衣架市场规模 CAGR 为 5.7% 16
图 21：2025 年 Top3 在智能晾衣架线上销售占比 16
图 22：2021-2024 年国内智能坐便器内销量复合增速为 9.5% 17
图 23：2019-2025 年国内智能门锁销售量复合增速为 4.1% 17
图 24：鸿蒙智选慕思智能床 Pro H-DESIGN 18
图 25：喜临门呼呼 H300 智能床 18
图 26：慕思跨界合作华为鸿蒙打造智能家居生态 18
图 27：整装是传统家装标准化、规范化的发展方向 19

下载日志已记录，仅供内部参考

图 28：家装消费者最担心材料产品出现问题 20
图 29：2025 年索菲亚整装收入占比较 2020 年提升 18.4pct 20
图 30：贝壳家装家居业务快速增长 21
图 31：26Q1 贝壳家装家居业务毛利率创新高 21
图 32：家居企业积极扩充品类 24
图 33：群核科技（酷家乐）AI 功能迭代 25
图 34：群核科技（酷家乐）实现全流程 BIM 功能 25
图 35：SpatialVerse 提供虚拟数据集，用于具身智能训练 25
图 36：模拟动态工业环境及大规模运行智能体的原生数字孪生平台 25
图 37：居然设计家自研新一代 AI 智能设计引擎 26
图 38：居然设计家赋能导购和门店成交 26
图 39：NITORI 集团蓝图 27
图 40：宜得利发展历程复盘 28
图 41：1991-2010 年日本住宅新开工低景气度 28
图 42：90 年代日本家具企业出货额逐步下滑 28
图 43：1990-2010 年宜得利收入 CAGR 为 17% 29
图 44：1990-2010 年宜得利经营利润 CAGR 为 22% 29
图 45：汉森发展历程复盘 30
图 46：1998-2007 年韩国竣工住宅数下滑 30
图 47：1999-2007 年汉森收入 CAGR 为 11% 30
图 48：家得宝发展历程复盘 31
图 49：家得宝销售费用率降低，推高净利率 32
图 50：家得宝客单价、客单量稳步提升 32
图 51：日本房价及产业链公司股价关系 33
图 52：日本房地产企业和产业链企业相对日经 225 超额收益 34
图 53：美国 The home depot 门店场景 34
图 54：美国房价及产业链公司股价关系 35
图 55：美国房地产和产业链相对标普 500 超额收益 35
图 56：定制家居对比地产股价复盘 36
图 57：成品家居对比地产股价复盘 37

下载日志已记录，仅供内部参考

图 58：成品家居重点公司股价复盘 38
图 59：定制家居重点公司股价复盘 40

表 1：家居企业整装模式对比 20
表 2：更新需求占比持续提升 22
表 3：各家居企业积极推动旧改市场布局 23
表 4：重点公司估值表 41

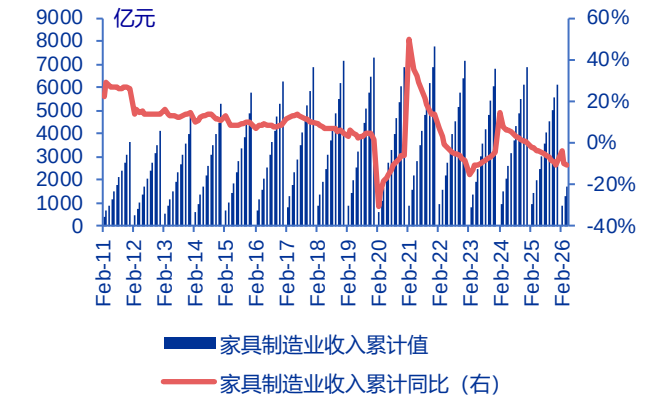
下载日志已记录，仅供内部参考

1. 家居：地产后周期的耐用消费品

1.1 家居：耐用消费品，需求稳定增长

狭义家居主要指家具产品制造，2025 年行业规模超 6000 亿元。家居行业品类众多，广义上的家居消费涵盖家电、家具、家纺、家装等多个领域，而狭义上的家居主要指家具产品，随着城镇化率和人均居住面积的提升，家具等住宅刚需产品渗透率不断提升，需求也迎来长足增长。家具行业产业链上游为原材料供应环节，主要包括木材、皮革、金属、塑料、玻璃、海绵等，产业链中游为家具制造业，从品类维度主要分为衣柜、橱柜、沙发、床垫等细分赛道，产业链下游为家具销售环节，销售渠道包括家居卖场、建材市场、购物中心、电商、整装/装修公司、小区物业合作样板房等。根据国家统计局，2025 年家具制造业收入达到 6125 亿元，2011-2025 年复合增速达 3.8%，家具制造业利润总额 328 亿元，2011-2025 年复合增速达 4.6%。

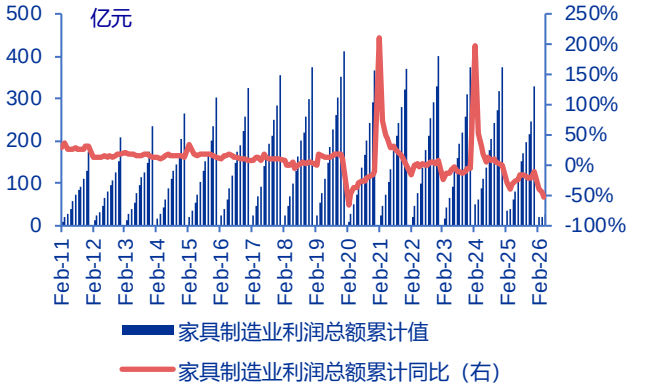
图 1：2011-2025 年家具制造业收入年复合增速为 3.8%



资料来源：Wind，申万宏源研究

注：2016 年以前口径为主营业务收入，后续为营业收入；考虑历史数据有调整，基于 2025 年营业收入绝对值和历史同比数据，倒算历史营业收入绝对值，下同

图 2：2011-2025 年家具制造业利润总额年复合增速为 4.6%



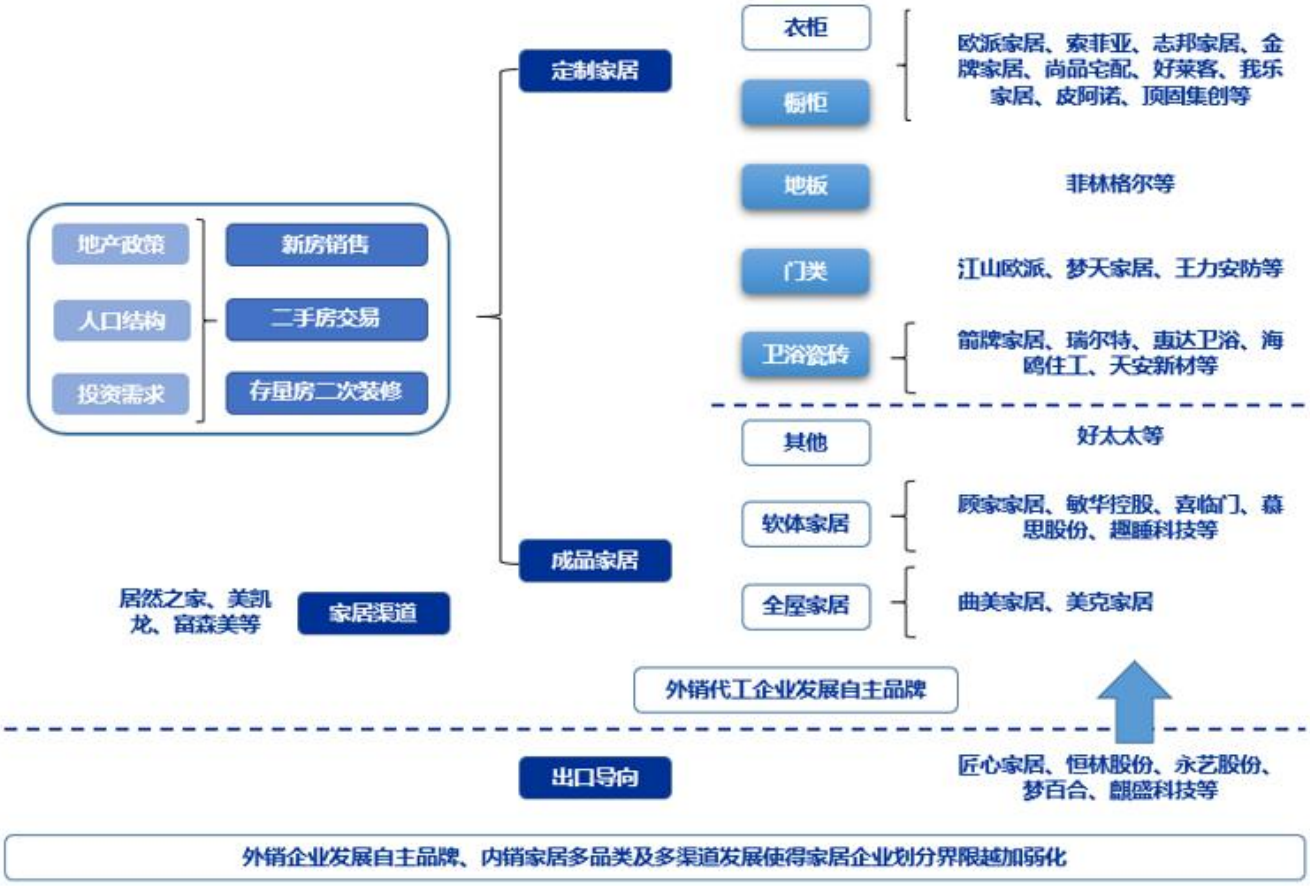
资料来源：Wind，申万宏源研究

从生产流程来看，家居产品主要可以分为成品家居和定制家居。

成品家居一般指已经制作好的家具，消费者无法改变家具的外观、尺寸或格局，只能直接到场选购，软体家居（沙发、床垫等）、实木家具、金属家具都属于成品家居，而**定制家居**是可根据消费者的房型定制，专门量身定做的产品，一般成交流程为，消费者进店确定初步意向后，经销商派人上门量尺，然后由消费者和设计师共同确定好设计图，等消费者下单以后，将设计图传到定制家居企业的工厂，工厂再依单进行定制化生产。定制家居主要为木质家具里的人造板类家具，包括衣柜、橱柜等。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 3：家居产业链概览



资料来源：申万宏源研究

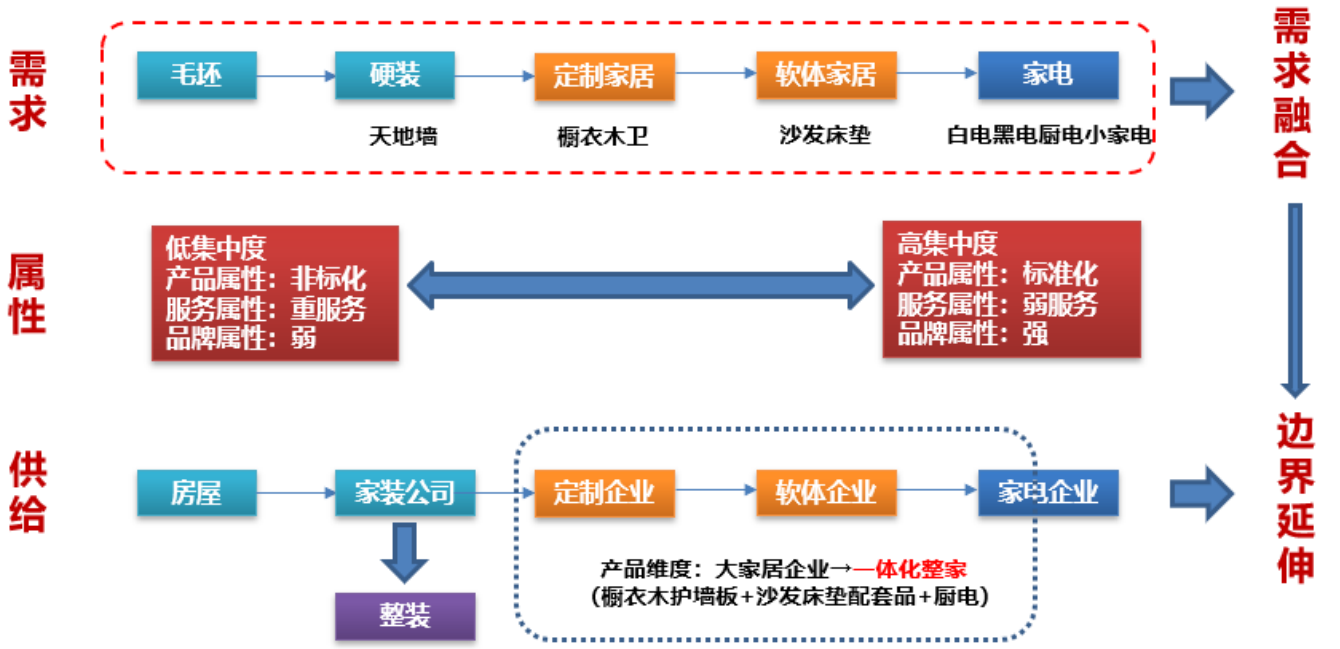
从赛道对比来看，定制家居服务属性重，位于产业链更前端：①新房占比高，对地产上游传导的敏感性高；②渠道更为分化，头部企业布局大宗、整装、拎包等新兴渠道，把握新渠道红利的企业有望体现增长 Alpha；③流量入口更靠前，更容易为新品类导流，定制企业率先推出整家套餐，包括橱衣定制、软体家居配套产品等。

成品家居（软体家居为主）产品标准化程度高：①受益于存量翻新需求崛起，平滑地产周期属性；②生产制造端规模效应更为显著，渠道结构稳定，有利于行业集中。

近年来，**随着消费者偏好一站式解决方案的趋势盛行，家居企业多品类、多渠道发展，品类边界逐渐弱化，欧派家居、顾家家居、索菲亚等家居企业逐渐向全品类大家居方向发展。**

下载日志已记录，仅供内部参考

图 4：定制家居和软体家居对比



资料来源：申万宏源研究

自主品牌：基于销售渠道划分，线下渠道分为品牌直营店、经销店等，近年来电商、整装、拎包等渠道占比逐渐提升；以及对接地产商的大宗业务渠道等。

线下渠道门店主要开设在居然之家、红星美凯龙等家居卖场、建材市场以及临街店。通常总部所在城市采取直营模式，作为战略试点和品牌形象展示的桥头堡，全国其他区域则以经销模式为主，轻资产模式助力渠道快速拓展。

电商、拎包、整装等新兴渠道逐渐兴起。1）电商：软体家居（沙发、床垫等）由于产品标准化程度较高，电商模式发展较快；定制家居（衣柜、橱柜）依赖线下量尺、设计、安装；电商以引流作用为主，无法形成交易闭环。**2）整装：**由于定制和硬装（天花板、地板、墙面等装修）相关性高，因此整装渠道（合作装修公司）快速兴起。此外，**3）小区样板房（拎包渠道）**由于流量入口更加前置，成为家居企业日渐重要的补充销售渠道。

大宗渠道：从精装房的家具配套率来看，根据奥维云网，定制橱柜、木门、卫浴产品接近 100%配套，但定制衣柜配套率较低，软体家居配套率更低，因此定制橱柜企业的大宗渠道收入占比相对较高。

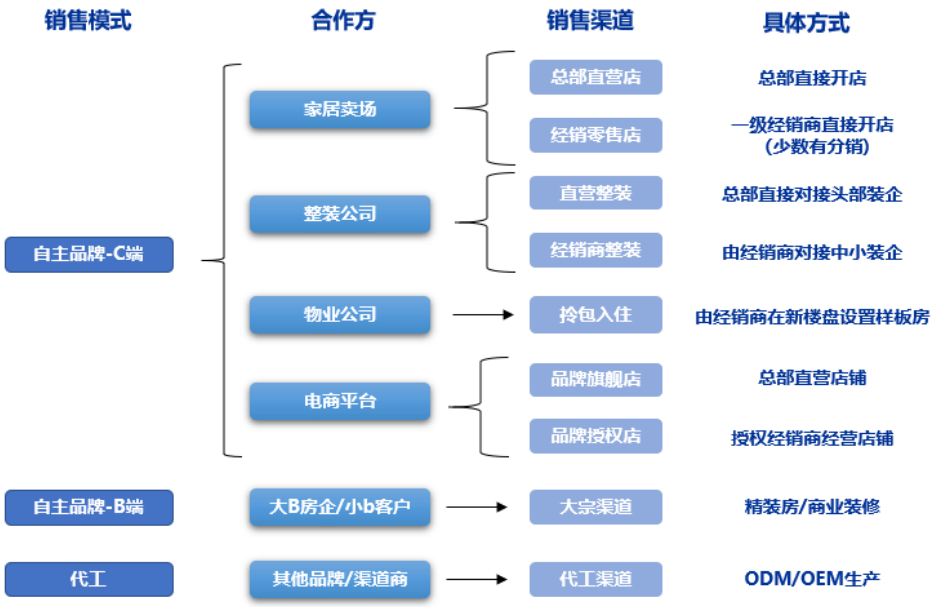
贴牌销售（代工）：

家具行业的贴牌销售模式可以分为 ODM 与 OEM 两种，其中：ODM 是指家具厂家根据市场需求或客户委托进行产品的设计研发，并根据客户订单组织生产，生产的产品以客户的品牌对外销售的一种生产方式。ODM 厂商不仅负责生产加工，而且负责设计研发；OEM 是指家具厂商完全根据客户给定的设计与需求进行生产，产品的设计研发方案完全

下载日志已记录，仅供内部参考

由客户提供，OEM 厂商仅承担加工制造任务，OEM 厂商生产的产品同样以客户的品牌对外销售。

图 5：家居企业主要销售渠道

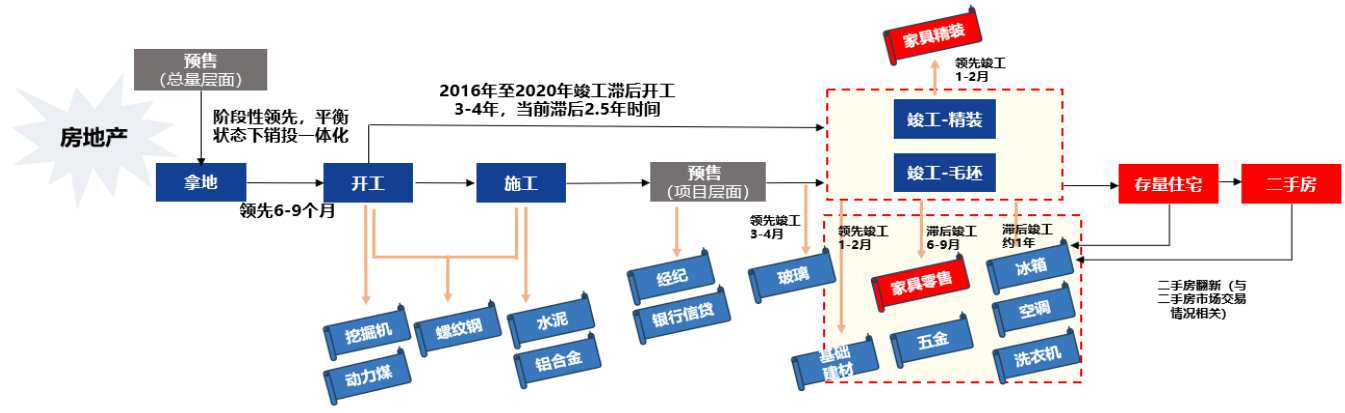


资料来源：申万宏源研究

1.2 家居处于地产后周期，存量需求占比不断提升

家居消费处于地产链后端，与家电、建材等品类位置接近，需求一是来源于新房的毛坯房、精装房，二是来源于存量房的二手房交易后重装、存量翻新。

图 6：家居行业为地产链下游，与新房、存量房需求相关性高



资料来源：申万宏源研究

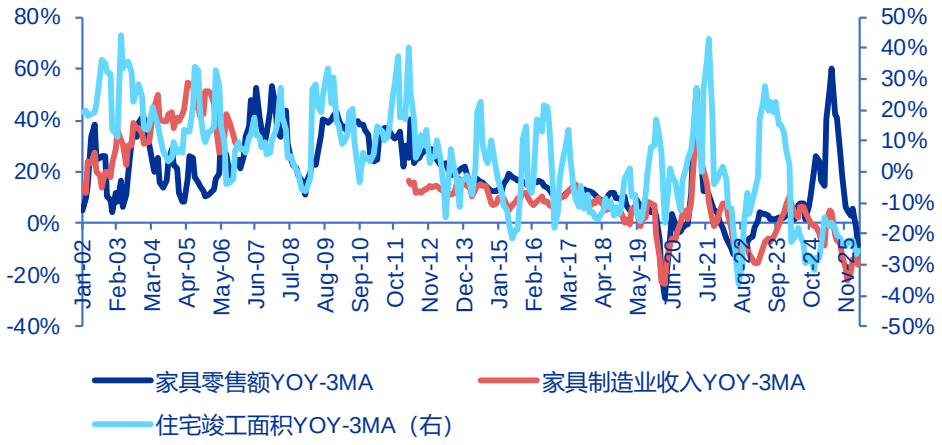
新房仍为家居消费主要需求来源，精装房渗透率放缓后，零售重要性再度提升。家居产品大多在交房后采购，通常滞后竣工 6-9 个月，因此家居消费与竣工呈现较高的拟合度；但在 2018 年以前，家居同时享受渗透率提升和消费升级逻辑，增速明显高于竣工表现，

下载日志已记录，仅供内部参考

2018年以后家居渗透率逐渐达到瓶颈，增速与竣工相关性提升。此外，部分家居品类与硬装相关性高，如橱柜、木门、卫浴等，精装房配套率高，这些品类通过精装大宗渠道实现的销售通常领先竣工 1-2 个月，精装渗透率在 2016-2019 年快速提升，但 2020 年往后因房企资金链问题，精装渠道渗透率提升明显放缓，家居企业零售渠道重要性再度提升。

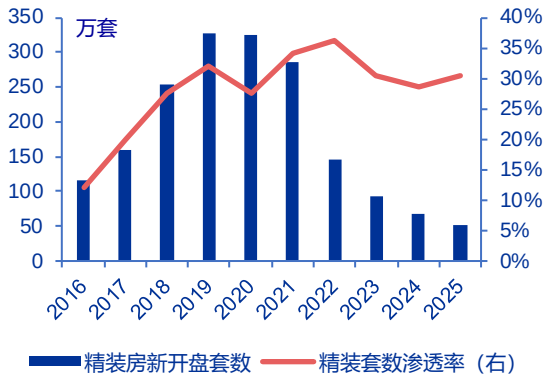
存量需求相对稳定，占比持续提升，平滑地产周期影响。相较于新房，二手房并不受到地产供给端的约束，直接反应终端需求的变化，且二手房价格回调较多，地产止跌回稳预期支撑下，二手房迎来率先修复：根据克而瑞统计，2025 年全国重点 30 城市二手住宅累计成交面积约 2.14 亿平方米，为新房面积的 1.85 倍，同比持平微增 0.2%（同期 30 城市新房成交同比下滑 18%）。根据 2025 年国民经济和社会发展统计公报显示，2025 年二手房网签面积 7.37 亿平，同比增长 2.6%，占销售面积比例达 45.5%，较 2024 年提升 3.1pct。

图 7：家居消费与住宅竣工拟合度较高



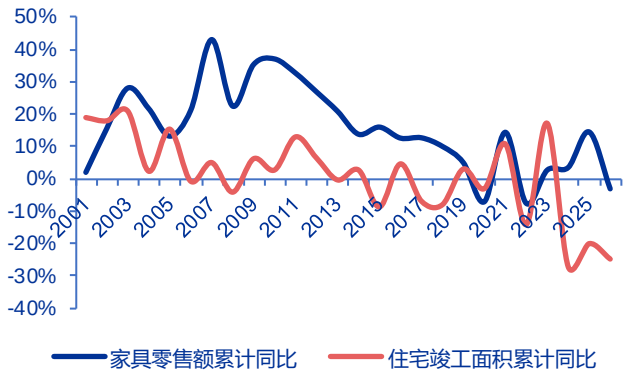
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 8：2016-2019 年为精装快速提升期



资料来源：奥维云网，申万宏源研究

图 9：2018 年以前家具零售增速大幅领先于竣工



资料来源：Wind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

智能家居：政策支持、刺激庞大存量需求，渗透率提升均有望打造百亿新单品市场，差异化竞争加速头部份额提升。25 年 11 月工业和信息化部等六部门联合印发《关于增强消费品供需适配性进一步促进消费的实施方案》，以及 25 年 12 月《“人工智能 + 制造”专项行动实施意见》均明确提到智能家居。智能家居产品成熟化，布局的头部企业持续增加，各价格带均有布局，产品性价比提升，有望加速换新，带动新品类渗透率提升。智能家居功能性远大于外观设计，脱离传统价格同质化价格竞争，头部产品力凸显（技术、供应链、质量），加速份额提升。

下载日志已记录，仅供内部参考

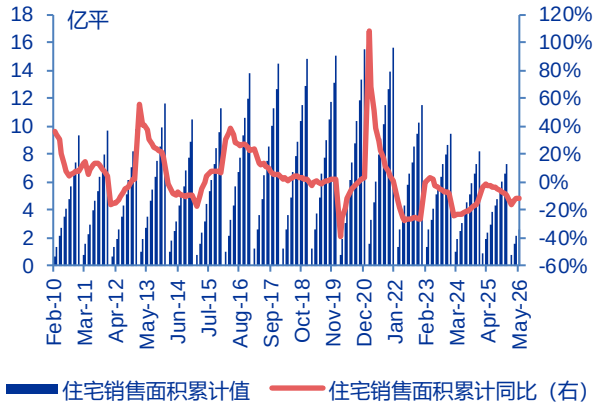
2．家居行业复盘：由地产红利走向多维增长

2.1 行业红利期：地产驱动+渗透率提升

家居消费兼具渗透率提升及地产后周期逻辑。

2016 年以前地产波折上升，行业红利仍在。2016 年以前地产虽有阶段性调控，但整体呈上行趋势。根据 Wind，2009-2016 年住宅销售面积年复合增速为 6.9%，同期住宅竣工面积年复合增速为 2.7%。家居消费仍以新房为主，与竣工相关性高，地产红利保障家居企业稳定增长。

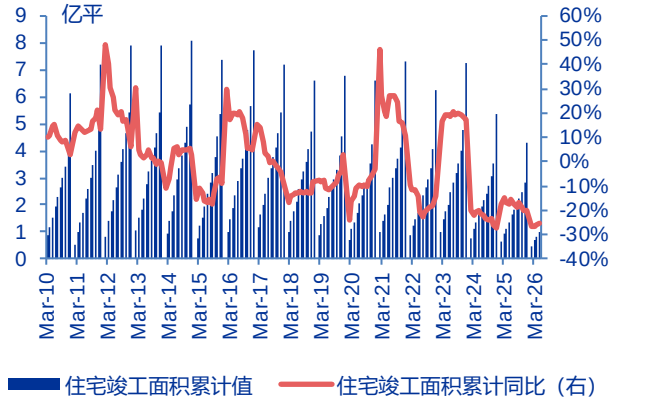
图 10：2009-2016 年住宅销售面积年复合增速为 6.9%



资料来源：Wind，申万宏源研究

注：考虑历史基数有调整，区间复合增速基于同比增速计算

图 11：2009-2016 年住宅竣工面积年复合增速为 2.7%



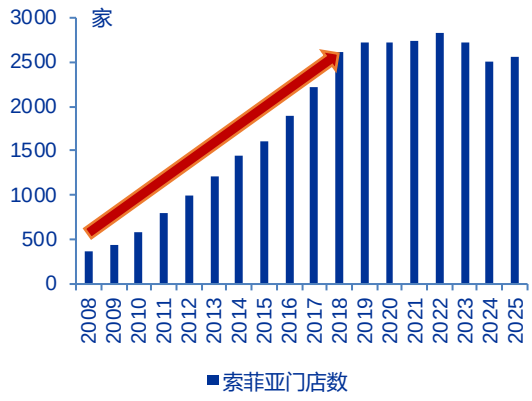
资料来源：Wind，申万宏源研究

注：考虑历史基数有调整，区间复合增速基于同比增速计算

家居：品类渗透率持续提升，单品类持续开店。随着家居品类的渗透率持续提升，家居企业不断完善全国化的渠道布局。以索菲亚为例，作为行业第一家上市的定制公司（2011 年），公司在行业红利期快速扩张复制，完成全国布局，高效的信息化系统和持续强化的规模效应，助力公司实现快速增长。公司单品类衣柜门店数从 2008 年的 361 家增加至 2018 年的 2608 家，而收入也从 2008 年的 2.02 亿元，增加至 2018 年的 73.11 亿元，2008-2018 年复合增速达到 43.2%。

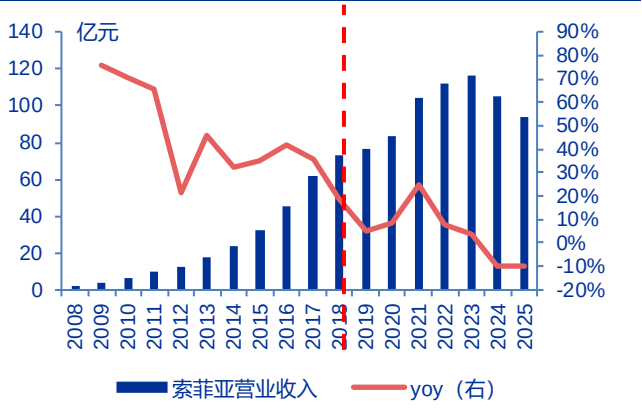
下载日志已记录，仅供内部参考

图 12：索菲亚单品类衣柜门店实现快速扩张



资料来源：索菲亚公告，申万宏源研究

图 13：2018 年以前索菲亚收入保持高速增长



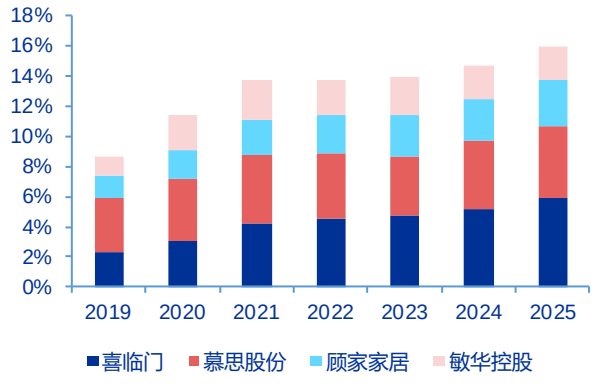
资料来源：索菲亚公告，申万宏源研究

2017 年往后行业竞争加剧，地产政策趋严；且家居品类渗透率提升速度有所放缓，单品类开店模式逐步接近瓶颈。行业进入发展新阶段，**新品类延伸、新渠道开拓、存量市场挖掘、布局智能家居产品等成为家居企业穿越地产周期的有力推动力。**

2.2 增长分化期：头部企业竞争优势多维化，持续整合市场

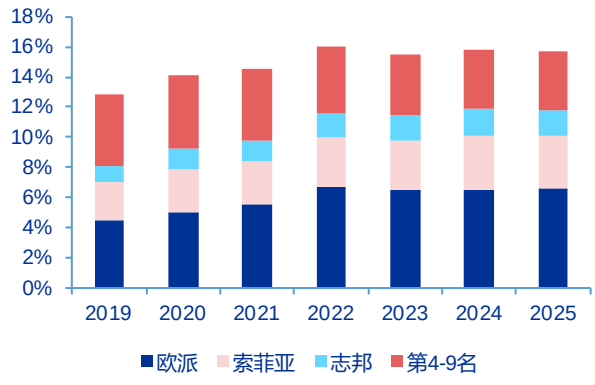
家居行业为典型的“大行业、小公司”，集中度仍处于较低水平。在地产红利期，各品牌快速跑马圈地，追求渠道扩张，行业仍处于高度分散状态。根据我们测算，目前床垫、固定沙发、定制行业的 CR4 均不足 20%，仍有较大整合空间。**1）床垫**行业格局最佳（标品、品牌背书、服务差异化），CR4 持续向上提升；**2）定制家居**行业格局分散，中腰部市占率下滑明显；**3）沙发：**固定休闲沙发格局分散，头部公司通过功能沙发提升市占率。

图 14：床垫行业头部企业市占率



资料来源：各公司公告，Wind，申万宏源研究

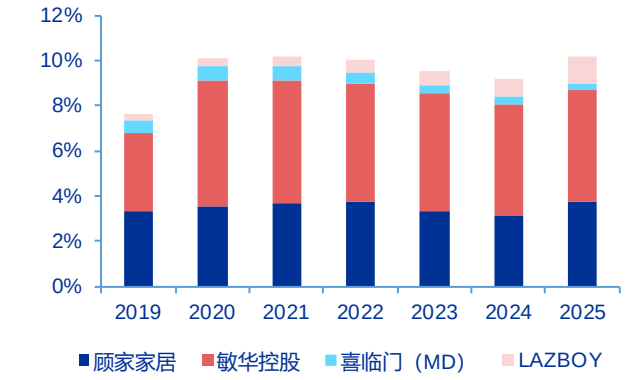
图 15：定制行业头部企业市占率



资料来源：各公司公告，Wind，申万宏源研究

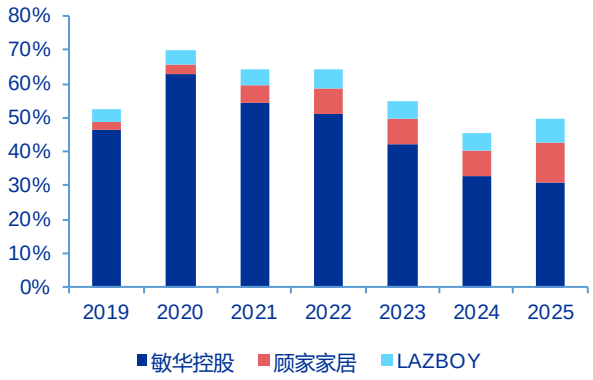
下载日志已记录，仅供内部参考

图 16：固定沙发企业市占率



资料来源：各公司公告，Wind，申万宏源研究

图 17：功能沙发头部企业市占率



资料来源：各公司公告，Wind，申万宏源研究

增长抓手之一：积极布局高增长、高壁垒智能家居产品，拉开与中小企业差距

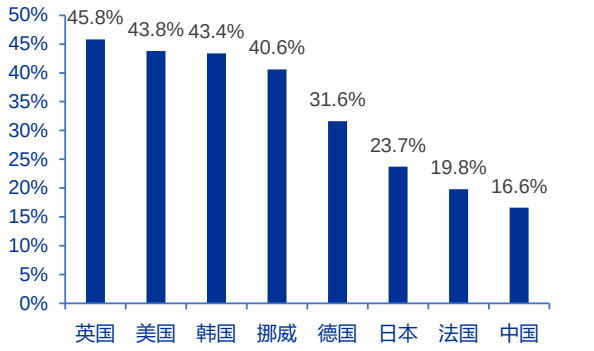
智能家居渗透率低、增速快、潜力大。智能家居指将电控、数码、自动化等技术运用到传统家居中，包括智能卫浴、智能晾衣架、智能门锁、智能床/床垫等细分赛道。智能家居市场规模快速提升，根据亿欧智库，2024 年我国智能家居市场规模约为 7558 亿元，2016-2024 年 CAGR 达 16.4%。目前，智能家居渗透率仍然较低。根据 Statista，2022 年中国智能家居渗透率达 16.6%，对比发达国家，仍然处于低位，有较大提升空间。

图 18：2016-2024 年我国智能家居市场规模 CAGR 达 16.4%



资料来源：亿欧智库，申万宏源研究

图 19：与发达国家相比，2022 年中国智能家居渗透率仍然处于低位



资料来源：Statista，申万宏源研究

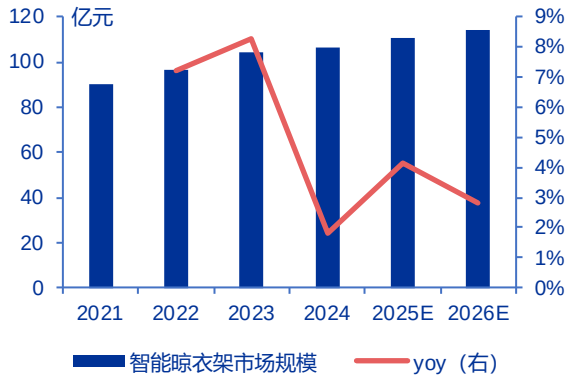
现阶段，智能家居出现细分赛道爆发，未来将从智能单品过渡到场景化的智能解决方案。智能家居行业可分为三个阶段，行业 1.0 是智能单品起步阶段，聚焦细分品类智能升级；行业 2.0 为智能互联阶段，单品智能化程度提升为各单品间的协调合作创造了条件，物联网技术加持下家居设备与住宅环境得以形成一个整体；行业 3.0 为系统智能化阶段，人工智能、机器学习等技术帮助智能家居行业更好理解用户行为，搭建用户画像，一切围绕人的需求，提供准时化、个性化、智慧化的服务。**目前，我国家居企业以生产智能单品为主，各细分赛道发展阶段差异较大，如智能晾衣架、智能卫浴、智能门锁赛道已经进入快速扩容期，渗透率稳步提升，行业秩序正在形成；智能床垫和智能电动床行业仍处于发**

下载日志已记录，仅供内部参考

展的初期，以研发摸索为主。未来，随着物联网等技术的不断发展，智能化单品将逐步成熟，行业有望向 2.0 阶段过渡。

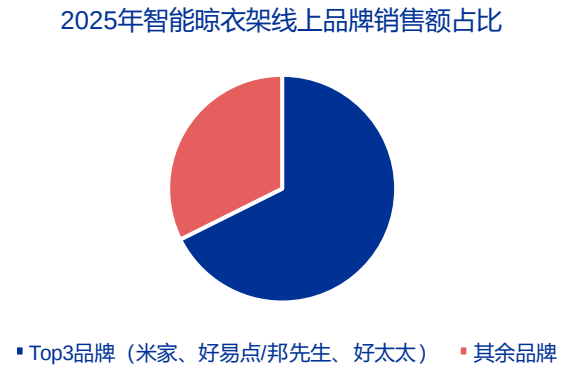
智能晾衣架：性价比提升助力市场快速扩容，Top3 市占率接近 70%。消费者对晾衣架的需求日益多样化，智能晾衣架融合实用设计、隐形和特殊材质，集成了多种智能控制、智能联动、智能照明等丰富能力。基于分区晾晒、结构化设计等能力，解决用户在实际使用中的痛点，能够很好地融入阳台空间。目前智能晾衣架市场渗透率低（2025 年约 10%），市场快速扩容。根据 CSHIA Research（中智盟咨询），2024 年智能晾衣架销售额、销售量分别为 106.4 亿元、950 万套，2019-2024 年复合增速分别为 5.7%、16.6%，预计 2025 年销售额、销售量分别为 110.8 亿元、1045 万套，分别同比增长 4%、10%，销量增速更快，主要系各家企业通过价格策略，进一步加速行业渗透率提升。**从竞争格局看，**米家、好易点/邦先生、好太太等头部品牌优势尽显，市场集中度持续抬升，2025 年 TOP3 品牌在智能晾衣架线上销售占比 68.3%。

图 20：2019-2024 年年智能晾衣架市场规模 CAGR 为 5.7%



资料来源：CSHIA Research（中智盟咨询），申万宏源研究

图 21：2025 年 Top3 在智能晾衣架线上销售占比



资料来源：CSHIA Research（中智盟咨询），申万宏源研究；注：截至 2025 年 9 月 1 日

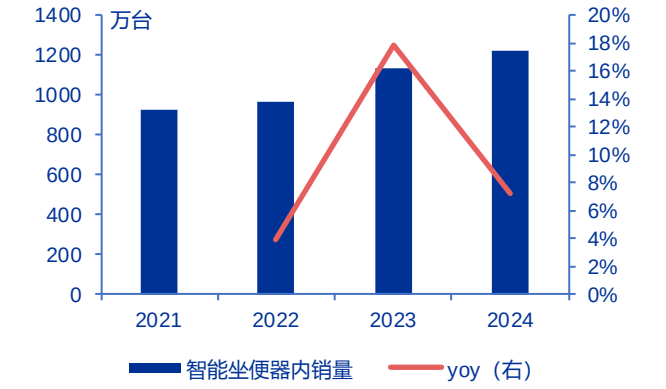
智能卫浴近年快速发展，但渗透率仍有较大提升空间。2022 年以来智能坐便器市场快速发展，根据中国家用电器协会智能卫浴电器专业委员会发布的《中国智能卫浴电器产业发展研究报告（2025）》显示，2024 年中国智能坐便器行业年产量为 1372 万台，与上年同比增长 8.5%，行业总产量连续四年突破千万台，2024 年中国智能坐便器行业内销量 1221 万台，同比增长 7.3%，2021-2024 年复合增速为 9.5%。然而国内智能坐便器市场渗透率仍不高，当前智能坐便器产品普及率增长至约 9.6%，而智能坐便器的普及率在日本能达到接近 90%，韩国约 60%，未来国内渗透率仍有较大提升空间。智能卫浴线下零售仍为主战场，但线上性价比价值凸显，相较于外资大牌，国产品牌价格优势突出，更为迎合线上消费者对高性价比的诉求，目前国产市占率正逐渐提升。

智能门锁：市场规模爆发，行业玩家数量众多。智能门锁是在传统机械锁的基础上改进，在用户安全性、识别、管理性方面更加智能化、简便化的锁具，主要产品有密码锁、磁卡门锁、指纹锁等。根据奥维云网，我国智能门锁的渗透率仅有 10%左右，相较于日本、韩国 40%、75%的渗透率仍存在较大差距。根据洛图数据，2025 年智能门锁销售量 1781

下载日志已记录，仅供内部参考

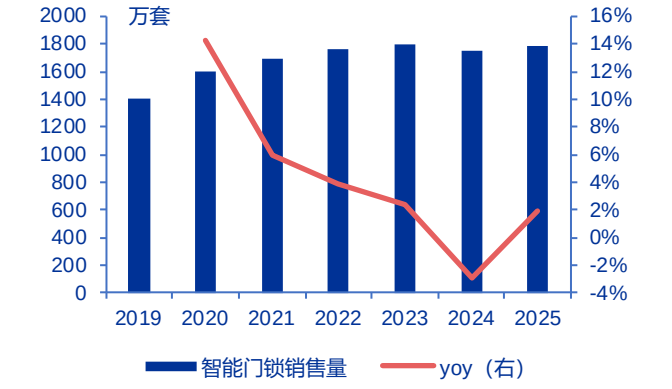
万套，同比增长 1.9%，2019-2025 年复合 CAGR 为 4.1%，得益于渗透率提升，在近年竣工下滑背景下，智能门锁需求仍相对稳定。**从竞争格局看，**智能门锁玩家众多，主要分为三类：1）专业品牌：如德施曼、金指码、汇泰龙、凯迪仕、耶鲁等，目前仍是行业中坚力量；2）跨界巨头：如美的、海尔、松下、三星等；3）互联网品牌：如云丁、果加、云柚科技、小米等，主要聚焦在公寓门锁市场。

图 22：2021-2024 年国内智能坐便器内销量复合增速为 9.5%



资料来源：中国家用电器协会智能卫浴电器专业委员会，申万宏源研究

图 23：2019-2025 年国内智能门锁销售量复合增速为 4.1%



资料来源：洛图数据，申万宏源研究

智能床垫及智能电动床：赛道仍处于研发摸索期。智能床垫：内含芯片，能够根据身体自动调节的床垫。凭借强大的资金和技术研发能力，以及前瞻性的战略布局，本土一线品牌慕思和喜临门在智能床垫赛道优势明显，但是赛道发展仍处于初期，各大品牌以投入研发和推出实验性产品获得反馈为主。未来有望在健康和养老方向发展，成为大众化的生活化医疗康养产品。**智能电动床：通过内置传感器测算，实现床架变动调整。**智能电动床赛道主要玩家是麒盛科技和金可儿、舒达等国际一线品牌，麒盛科技仍然处于研发摸索期，国际品牌则向中国市场引入在海外消费市场受到认可的产品，如 icomfort 和 ibed。

智能床垫行业迎来快速发展期，头部品牌相继发布 AI+硬件新品，产品价格带矩阵逐步完善，推动智能家居品类渗透率持续提升。慕思股份深耕中高端市场，产品系列化布局持续推进，携手华为鸿蒙打造睡眠场景全面解决方案。公司 2025 年正式发布 AI 床垫 T11，到 2026 年第一季度推出高端款鸿蒙智能床 ProH-DESIGN，形成覆盖不同价位段的产品矩阵。2026 年 3 月 20 日，慕思推出鸿蒙智选慕思智能床 ProH-DESIGN，搭载自研潮汐算法，融合华为鸿蒙万物互联能力，具备软硬调节、睡眠监测、鼾声干预等核心功能，可联动鸿蒙智能家居实现设备无感协同控制。

喜临门定位大众市场，推出万元以内高性价比 AI 床垫，塑造品牌矩阵覆盖差异化市场。2026 年 3 月 20 日，喜临门推出全新智能床垫品牌"Ozizz 呼呼"及 H300、H100 两款主力产品，其中 H300 旗舰款首发狂欢价 8999 元，H100 精简款首发狂欢价 7999 元，进一步降低智能床垫消费门槛。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 24：鸿蒙智选慕思智能床 Pro H-DESIGN



资料来源：慕思官方公众号，申万宏源研究

图 25：喜临门呼呼 H300 智能床



资料来源：喜临门官方公众号，申万宏源研究

慕思股份与华为鸿蒙深度合作，构建"技术赋能+生态协同"的创新商业模式，从单品智能向全场景生态跃迁。2025 年 9 月，鸿蒙智选·慕思智能床正式上市;2026 年 3 月，进一步推出升级款鸿蒙智选慕思智能床 ProH-DESIGN，深度融合鸿蒙生态与星闪技术。华为为慕思提供全方位技术赋能，一方面依托 AI 全栈能力提升产品智能化水平，另一方面通过鸿蒙万物互联生态让智能床成为全屋智能家居的"睡眠中枢"，实现从"被动记录"到"主动守护"的升级。

图 26：慕思跨界合作华为鸿蒙打造智能家居生态



资料来源：慕思官方公众号，申万宏源研究

家居头部品牌积极跨界合作，销售打法日益零售化，赋予传统家居产品科技属性，有助于激发未来存量换新需求。传统床垫行业正经历从"卖产品"到"卖服务+卖体验"的转型，慕思打造全球首个睡眠乐园，并在全国省会城市布局"1+N"沉浸式健康睡眠体验商业模式，通过场景化体验提升消费者认知与转化。科技属性的注入不仅提升了产品附加值，更改变了消费者对床垫的认知——从耐用消费品升级为健康科技产品，缩短更换周期。国内存量换新需求潜力巨大，智能床垫凭借健康管理、生态联动等差异化价值，有望成为撬动存量换新市场的重要抓手。

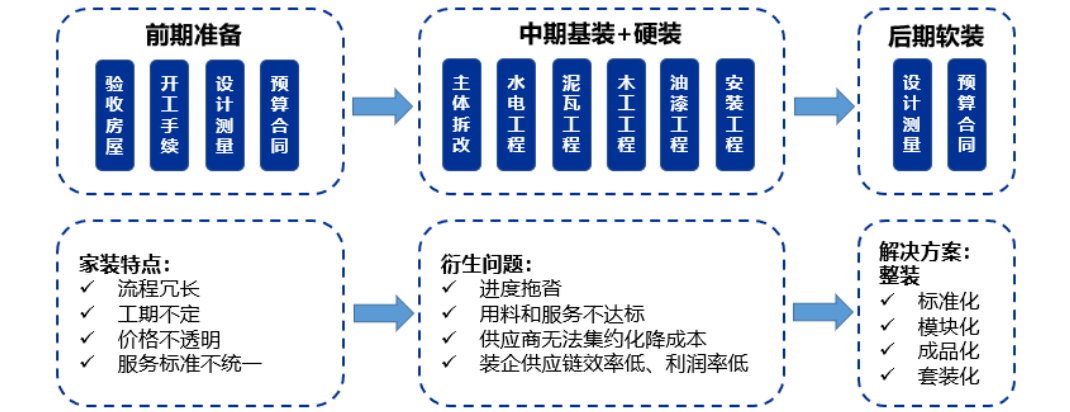
增长抓手之二：渠道多元开拓，抢占流量高地

下载日志已记录，仅供内部参考

渠道多元化趋势明显，成为增长新动能。成品家居因产品标准化程度高，产业链位置更加靠后，渠道结构相对稳定，主要以家居卖场和线上渠道为主。**定制家居**重服务，与硬装环节相关性高，坪效相对更高，由于定制家居需要到场量尺出图，无法直接在线上成交，线上渠道以引流为主，**除家居卖场外，精装房、整装公司、购物中心等新兴渠道逐渐兴起，因此对定制企业的渠道拓展能力提出更高要求。**

整装是服务链条最长、涵盖元素最多，真正满足消费者“拎包入住”需求的家装服务模式。根据奥维云网，家装通常分为清包、半包、全包和整装，清包通常只包含设计和基础施工服务，由业主自行采购材料；半包则是在清包的基础上，由装饰公司负责辅材的采购，但主材、软装、家电等产品仍然由业主采购；全包是由装修公司包工包料，全权负责房屋的设计、主辅材采购和施工。整装是在全包基础上进一步升级的全新方式，在装修需求的主辅材、设计、施工外，还涵盖各种家具软装及家电，实现“拎包入住”，进一步实现家装的规范化、标准化。而正是因为**整装的服务链条已逐渐延伸到家居、家电企业的业务范围，整装渠道也成为上述企业获取流量的重要增量。**

图 27：整装是传统家装标准化、规范化的发展方向



资料来源：奥维云网，申万宏源研究

供需双驱，整装市场规模持续增长。1）供给端：装修公司维度，家居企业品牌、产品及管理赋能，提升装企客流量和转化率，做大装企客单值（服务环节从硬装向更高利润率的软装突破）；**家居企业维度，**前置流量入口，装企偏好合作头部企业，利于集中度提升。**2）需求端：**为消费者提供省时省心省力省钱的一站式解决方案，既有高性价比的套餐式整装，也有个性化家装。**家居企业和整装公司相互融合，优势互补，家居企业仍占据核心部品供应商角色。**家居企业布局整装是全产业链整合一体化的缩影，过去定制企业通过品类拓展，从单品→全屋定制→整家定制，实现了产业链的初步整合，但仍停留在产品层面；家装公司所聚焦的硬装环节服务属性重、复杂度高，家居企业偏好合作家装公司布局整装渠道。**定制家居在装修链中地位突出，兼具产品和服务属性，整装渠道快速发展：**1）定制家居在家装费用中占比高，在装修产业链中具有重要地位；2）定制产品在家装各环节的高参与度；3）定制环节的施工周期长。

定制家居企业积极布局整装，收入占比快速提升。根据贝壳《2022 家装消费趋势调查报告》，基于 2022 年 5 月对 2000 名家装消费者的调查，48.5%的消费者担心材料产品出

下载日志已记录，仅供内部参考

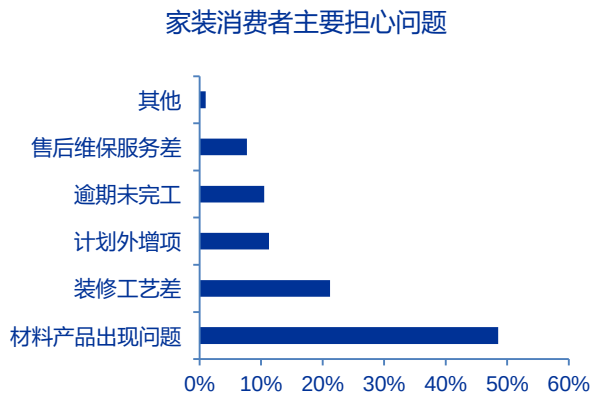
现问题，这也为装企合作家居上市公司提供契机。目前家居企业整装渠道主要分为经销商整装、直营整装、自营整装和整装云四种模式，其中**经销商整装（零售整装）和直营整装都聚焦于定制产品的销售，定位部品供应商角色，为当前主流方式，**其中经销商整装充分利用自身的渠道优势积累，有利于拓展区域性中小装企；直营整装由总部直接供货，更倾向于合作大型的全国连锁装企。如索菲亚 2025 年实现整装收入 19.23 亿元，收入占比 20.5%，较 2020 年提升 18.4pct，其中集成整装事业部（直营整装）已合作装企数量 259 个，覆盖全国 194 个城市及区域，已上样门店数量 735 家；零售整装业务已合作装企数量 2436 个，覆盖全国 1368 个市场及区域，已上样门店数量 2198 家。

表 1：家居企业整装模式对比

整装类型	经销商整装	直营整装	自营	整装云
合作模式	底价供货/店中店	总部直供/整装大家居	家装家居一体化经营	平台供货
供应产品	整装专供定制产品，部分供应主辅材		全套供应	主辅材为主、定制为辅
合作对象	区域装企为主	全国性装企为主	-	区域装企
定制交付	经销商或装企	装企	定制公司	装企
优势	1、合作覆盖面广，易于扩张 2、合作磨合期短，放量快	1、销售体量大，对接难度小 2、无中间环节，盈利能力强 3、保障品牌价值不受损害	1、强化服务把控 2、获取装修环节利润	1、快速拓展低线装企 2、主辅材集中采购具备规模效应
劣势	服务把控难度高	与经销渠道存在潜在利益冲突	重资产高杠杆	会员企业与经销渠道存在潜在利益冲突
可复制性	强，主流模式		弱	强
总部盈利能力	偏弱	强	硬装环节偏低	主辅材销售为主，盈利弱
核心壁垒	品牌力、数字化及部品供应链能力		硬装及供应链能力	供应链能力

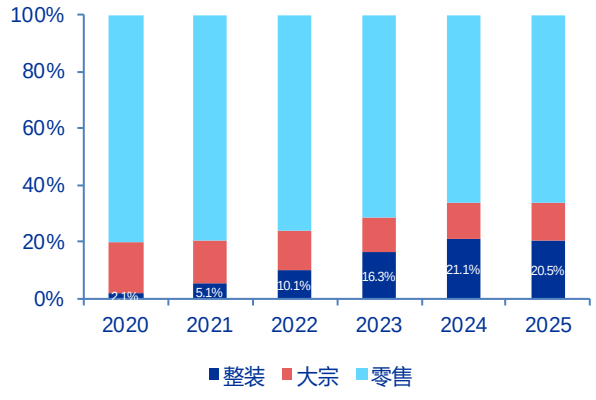
资料来源：申万宏源研究

图 28：家装消费者最担心材料产品出现问题



资料来源：贝壳《2022 家装消费趋势调查报告》，申万宏源研究

图 29：2025 年索菲亚整装收入占比较 2020 年提升 18.4pct



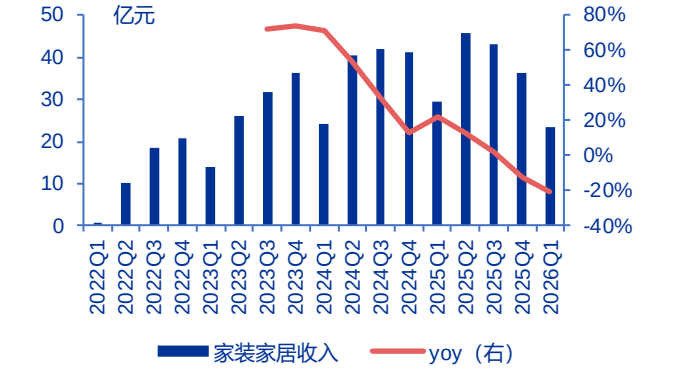
资料来源：索菲亚公告，申万宏源研究

贝壳收购圣都，产业协同有望助力整装加速发展。贝壳于 2020 年 4 月推出被窝家装，正式布局家装领域，2021 年 7 月贝壳与圣都签订收购协议，并于 2022 年 4 月完成，贝壳作为前端流量入口，赋能圣都快速增长。根据贝壳财报，2025 年家装家居业务实现收入

下载日志已记录，仅供内部参考

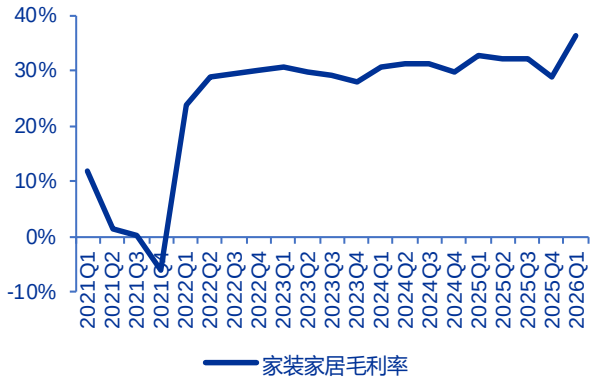
154.26 亿元，同比增长 4.5%，即使面临地产严峻考验，仍实现逆势增长。2026Q1 收入 23.39 亿元，同比下降 20.6%，主要系公司主动优化获客渠道组合，并适当放缓部分非经纪渠道的业务节奏，同期毛利率达到 36.2%，创历史新高。

图 30：贝壳家装家居业务快速增长



资料来源：贝壳财报，申万宏源研究

图 31：26Q1 贝壳家装家居业务毛利率创新高



资料来源：贝壳财报，申万宏源研究

增长抓手之三：存量市场挖掘，平滑地产周期波动影响。

新房市场受竣工影响较大，但二手房率先改善，大批存量房同样进入翻新周期，托底家居消费需求。根据我们测算，26 年、27 年二手房及存量翻新需求占比 38%、41%，每年提升约 3pct。26 年家居需求预计仍下滑 10%以上，但 27 年在存量需求拉动下，行业需求有望保持稳定。

新房、二手房需求的增速，依据上游地产情况判断（新房竣工、二手房成交面积）：新房需求假设参考指标--新房竣工，考虑前期新开工、销售压力，根据申万地产预测，预计 2026 年下滑 14.6%；二手房需求假设参考指标--二手房成交面积，房地产止跌回稳预期下，二手房交易有望率先改善。

存量翻新依赖于假设，外部影响变量较多（消费力、消费意愿、国补政策等）：2025 年存量翻新需求快速增长来自于国补帮助，假设分别同比增长 30%、60%（软体标准化程度高，更加受益于家居以旧换新），2026 年国补退坡导致存量翻新需求下滑；2027 年恢复至正常增长。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 2：更新需求占比持续提升

品类	需求结构	24年占比	2025A		2026E		2027E	
			增速假设	需求结构	增速假设	需求结构	增速假设	需求结构
定制	新房	70%	-18%	65%	-15%	62%	-5%	59%
	二手房	25%	0%	28%	0%	32%	5%	33%
	存量翻新	5%	30%	7%	-20%	7%	10%	7%
	行业需求增速		**-11.1%**		**-10.9%**		**-0.9%**	
软体	新房	60%	-18%	52%	-13%	50%	-5%	47%
	二手房	30%	0%	32%	0%	35%	5%	37%
	存量翻新	10%	60%	17%	-20%	15%	10%	16%
	行业需求增速		**-4.8%**		**-10.1%**		**0.7%**	

资料来源：Wind，申万宏源研究

以旧换新政策推出，激发存量需求。2024 年 7 月，国家发展改革委、财政部印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》的通知，其中提到要支持旧房装修、厨卫等局部改造、居家适老化改造所用物品和材料购置，促进智能家居消费等，拉开了本次以旧换新序幕，2025 年家居社零同比增长 14.6%，大幅好于当年竣工表现（同比下滑 20%），拉动效果显著。**2026 年以旧换新政策延续，智能家居产品仍可享受补贴，继续刺激存量需求释放。其中智能沙发、智能床垫等软体产品标准化程度高、单值低、更换周期短、存量需求占比更高，以旧换新政策的持续拉动作用效果更强。**

头部企业积极布局旧改市场，挖掘存量需求潜力。面临存量市场的巨大机遇，欧派家居、索菲亚、志邦、金牌家居率先发力，以“社区店+轻资产+数字化”为核心抓手，从渠道布局、运营模式、服务链路三个维度进行系统性革新，在破解旧改业务的传统困局的同时，重构整个旧改服务生态的底层逻辑。顾家家居通过“无忧焕新 2.0”的五大核心升级，不再将“换新”视为一次简单的商品买卖，而是将其打造为一个完整的服务闭环，覆盖消费决策、履约配送拉旧、售后保障、产品选择全流程，着力解决消费者换新路上的各类难题。

1）社区店的核心价值在于场景前置与信任构建。旧改需求的即时性和分散性，决定了“贴近用户”是破局关键。头部企业将门店直接嵌入社区，构建 3-5 公里服务半径，实现 1 小时响应、24 小时上门勘测，有效降低了消费者的时间成本与决策门槛。同时，社区店作为“家门口的服务站”，通过高频互动建立信任关系，弥补了旧改市场的信任缺口。

2）轻资产模式则通过资源整合降低扩张门槛。头部企业跳出传统大店的重资产投入，采用“品牌授权+供应链支持+数字化赋能”的合作模式，吸引本地工长、小型装修公司、社区服务商等加入，无需自建门店和施工团队即可快速渗透市场。这种模式不仅降低了企业的扩张成本，更通过标准化体系提升运营效率，实现“小投入、快复制、稳盈利”的商业目标。

3）数字化技术为旧改服务的标准化提供了坚实支撑。旧改服务的非标化特征，是导致效率低、纠纷多的核心原因。头部企业通过数字化工具打通设计、勘测、生产、施工、售后全链路，将复杂的旧改需求转化为标准化流程，降低了对人工经验的依赖。例如，AI

下载日志已记录，仅供内部参考

快速设计、智能报价、施工进度可视化等功能，不仅提升了服务效率，更实现了服务过程的透明化，有效解决了增项乱、返工多等行业痛点。

表 3：各家居企业积极推动旧改市场布局

公司	旧改尝试	具体内容
欧派家居	青岚小筑	欧派青岚小筑主打“小而精”的社区小店模式，服务半径严格控制在3-5公里内，确保能在24小时内响应客户需求，并在7天内完成如厨房、卫浴等局部空间的改造，大幅缩短了传统旧改项目的交付周期。欧派采用“品牌+系统+赋能”的平台模式，吸引本地工长、小型装修公司、甚至社区便利店作为合作节点，由总部提供标准方案、数字化工具和供应链支持
顾家家居	无忧焕新	一是通过专属小程序实现估价、领券、回收一站式闭环；二是全域服务实现无死角。明确“全部顾家家居卧室门店拉旧服务100%全覆盖”，打破城市、城乡服务壁垒；三是补贴升级，双重服务降低换新成本；四是服务升级，推出“床垫180天无理由退换”、“质保期内只换不修”与“床垫7天快交”的三大服务承诺。五是产品升级，细分矩阵适配多元需求。除日常上新产品参与换新外，针对细分人群推出涵盖智能刚需、中产改善、老年适老的专属产品矩阵
索菲亚	菲快焕新	“1+N+X”战略，“1”代表城市运营商，作为当地市场的核心合作伙伴，提供交付能力和供应链支持；“N”代表包括社区店在内的多业态零售分销商，可由个人创业者、小型家装企业、异业品牌门店等担任；“X”则是全域共创伙伴，任何人都可以利用自身资源与索菲亚合作，无需建店即可参与旧改业务。索菲亚为零售分销商提供一站式支持，包括流量转化、设计管控、门店运营、交付服务等六大赋能
志邦家居	焕新家	志邦有着“焕新店和社区店”两种店态选择，分别为30平方和60平方的焕新家以及90平方的社区店，店面不设大面积展示区，聚焦核心产品与服务体验。志邦社区店主要展示厨房、卫浴、衣柜等核心旧改产品的样板模块，为消费者提供上门勘测、设计方案和报价服务
金牌家居	旧房局改	金牌家居构建了零售窗口店、家装选材店、共享大店、社区店的四级店态体系，社区店作为前端触点，共享大店的体验资源和供应链支持，形成了“小前台、大后台”的协同模式

资料来源：泛家居圈公众号，家居新范式公众号，申万宏源研究

增长抓手之四：多品类布局，为消费者提供一站式解决方案。

家居消费趋势变迁，消费者更加倾向于一站式解决方案。随着消费群体逐渐年轻化，家居行业呈现新发展趋势，快节奏生活、选择高性价比的品质产品是年轻一代的消费标签，**省时省力省心的一站式家居产品提供商更受青睐：**1）提高选购效率，全品类一站式购齐；2）注重空间搭配，整体风格更为协调一致；3）套餐化销售，多样化套餐满足差异化需求，预算可控、增项少。

套系化销售壁垒高，加速行业分化。整家套餐的实施推进是系统性工程，从总部供应链、设计生产，到对外赋能经销商，实现整家套餐落地，均提出较高要求：

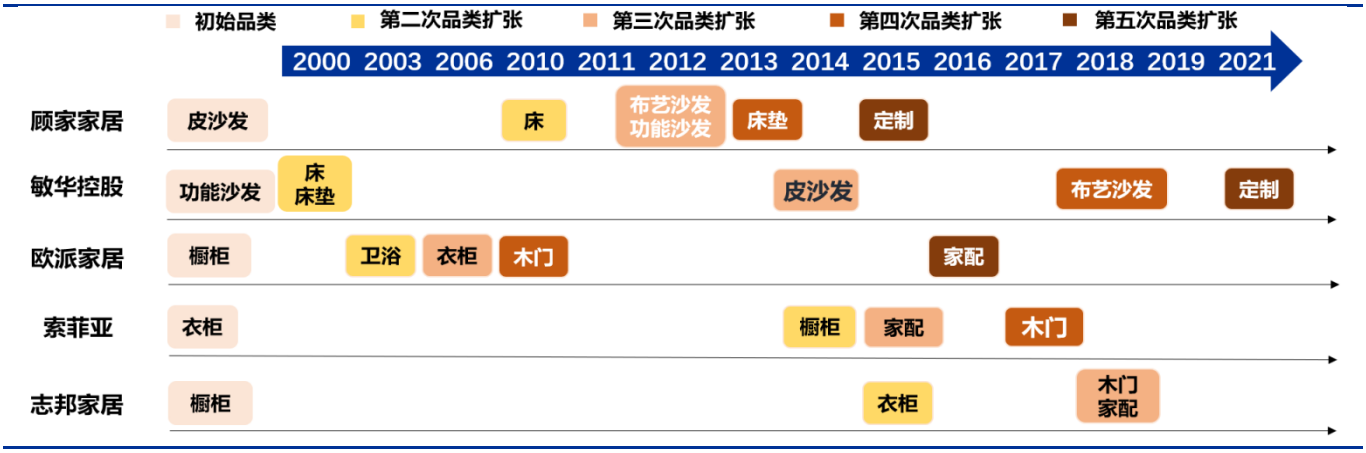
1）对公司总部：考验公司的方案设计、产品定价、高效的自制产品生产效率，外部供应链搭建整合能力；

2）对终端经销商：终端渠道的服务运营复杂程度大幅提升，包括门店上样，对整屋产品体系的理解，导购对整家套餐推广的话术；设计师全屋设计能力提升，以提高客单价保障经销商盈利；整合配送服务交付能力等；

3）因地制宜推广套餐：顺应当地消费需求，推出针对性套餐系列。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 32：家居企业积极扩充品类



资料来源：各公司公告，申万宏源研究

2.3 AI 赋能家居设计，激发消费者装修需求

AI 设计：空间设计软件行业正从传统 CAD 工具向云原生、AI 赋能方向演进，技术迭代持续驱动行业升级。行业发展历经从基础 CAD 工具到云原生架构、AI 赋能的变革，当前 AI 与大数据技术的融合进一步推动行业向更高智能化与生产力水平迈进，可视化技术也通过沉浸式设计模拟，拓展了住宅、商业及工业场景的应用边界；同时，空间设计软件已在设计效率、协作、质量控制等多维度形成赋能价值，自动化算法与数据库可加速方案创建，多终端实时协作优化设计流程，高精度渲染技术则提升了设计还原度与用户满意度。

空间设计软件技术升级，产品迭代刺激需求。国内户型非标，家装设计风格多样化，通过标准化、已操作的空间设计软件，降低设计门槛，协同上下游设计、生产、销售，提升产业链运营效率，解决家居装修领域的痛点，满足消费者对美好居住空间向往。以群核科技（酷家乐）2023 年推出 3D 空间 AIGC 产品为例，酷家乐 AI 产品进一步降低操作门槛，覆盖群体延伸到小型设计团队和个人业主等，个人客户规模持续扩张。

群核科技产品矩阵覆盖的设计及可视化解决方案适用于住宅、办公楼、零售店和商业项目等现实空间，也适用于具身人工智能训练和电子商务产品展示等虚拟环境。公司核心产品包括酷家乐、Coohom、Manycore Tech 空间智能平台（SpatialVerse），并配套布局 SpatialLM、SpatialGen 两大空间智能模型及 SpatialTwinAholo、LuxReal 两大专业化工具，形成完整的空间设计与智能解决方案体系。2024 年推出空间智能平台 SpatialVerse：为具身人工智能、AR/VR、AIGC 及其他领域的公司提供了精确的 3D 空间合成虚拟数据集，帮助其训练复杂模型。2025 年 11 月推出 SpatialVerse 平台下核心产品 SpatialTwin：为全球首批能预判实时模拟动态工业环境及大规模运行智能体的原生数字孪生平台之一。通过搭载供公司自研空间基础模型，整合数字孪生、人工智能及实时渲染技术，SpatialTwin 提供覆盖工厂规划设计、模拟验证、智能运维及具身机器人模拟训练的端到端解决方案，旨在加强工业制造场景中的人机协作。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 33：群核科技（酷家乐）AI 功能迭代



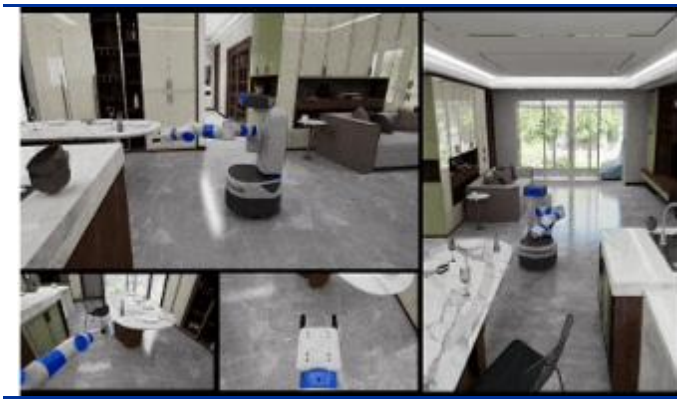
资料来源：群核科技公告，申万宏源研究

图 34：群核科技（酷家乐）实现全流程 BIM 功能



资料来源：群核科技公告，申万宏源研究

图 35：SpatialVerse 提供虚拟数据集，用于具身智能训练



资料来源：群核科技官方公众号，申万宏源研究

图 36：模拟动态工业环境及大规模运行智能体的原生数字孪生平台



资料来源：群核科技官方公众号，申万宏源研究

居然智家：合作阿里巴巴，共同打造 AI 设计平台-居然设计家。居然设计家（Homestyler）是居然智家和阿里巴巴共同打造的 AI 设计平台，依托 AI 户型生成、AI 灵感库、AI 建模师、AI 造画师、AI 园艺师、AI 渲染师等全流程智能体矩阵核心能力，可实现分钟级生成全套高品质空间设计方案，将传统数周的设计周期压缩，彻底解决行业建模难、出图慢、成本高、效果差的核心痛点，持续降低设计门槛，同时，结合精准客资、智能导购等营销工具，为设计师及业主提供从方案设计到选品的一站式服务，为合作伙伴提供降本增效的营销解决方案，助力海外市场拓展。赋能用户实现所想即所见、所见即所得、所得即所享，为泛家居行业品牌商、零售商提供智能导购、智能营销服务，以设计生态推动家居大件跨境电商落地，打造行业出海新标杆。

下载日志已记录，仅供内部参考

居然设计家：深耕 AI 设计核心能力，强化精准营销及供应链能力。公司全年接入 12 类大模型、部署 38 个 AI 智能体，优化官网搜索能力，围绕方案生成、空间布局、平面图转 3D、AI 建模、智能渲染及方案推荐等核心场景构建 AI 能力，提升设计效率与用户体验。截至 2025 年底，平台全球注册用户 2014 万、设计案例 4690 万、模型超 1,996 万。在精准营销方面，围绕客资获取、甄别、分发全流程大幅提升转化效率。智能导购新增商品模型 1.7 万个，覆盖 9 大品类、46 个品牌，依托公司卖场资源，推动智能导购在公司卖场落地，助力门店导购效率，提升商品转化链路。在供应链建设方面，采用“平台先行、自营跟进”策略，搭建跨境电商体系，2025 年亚马逊入库商品 16.5 万件，上线 Shopify 独立站，并打通大健云仓、傲森等 B2B 供应链资源，形成完善的营销与履约基础。

图 37：居然设计家自研新一代 AI 智能设计引擎



资料来源：居然设计家官方公众号，申万宏源研究

图 38：居然设计家赋能导购和门店成交



资料来源：居然设计家官方公众号，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

3．他山之石：地产后周期海外企业增长路径

复盘宜得利（似鸟控股）、汉森、家得宝三家海外企业成长路径，通过前端零售能力建设、大家居战略、后端供应链整合和仓储能力提升，实现地产下行期的逆势增长。

3.1 宜得利：巩固产品+供应链整合+终端零售竞争力，逆势高增

似鸟控股是日本领先的家具与家居用品零售集团，于 1967 年成立，2002 年东京交易所上市，宜得利是似鸟控股旗下主打的家居连锁零售品牌，在中国大陆、日本及全球市场以“NITORI 宜得利家居”名义运营。

图 39：NITORI 集团蓝图



资料来源：NITORI 官网，申万宏源研究

宜得利发展历程可分为四个阶段。

第一阶段：1967-1975 年，家居消费全面崛起，宜得利借经济发展东风快速起步；

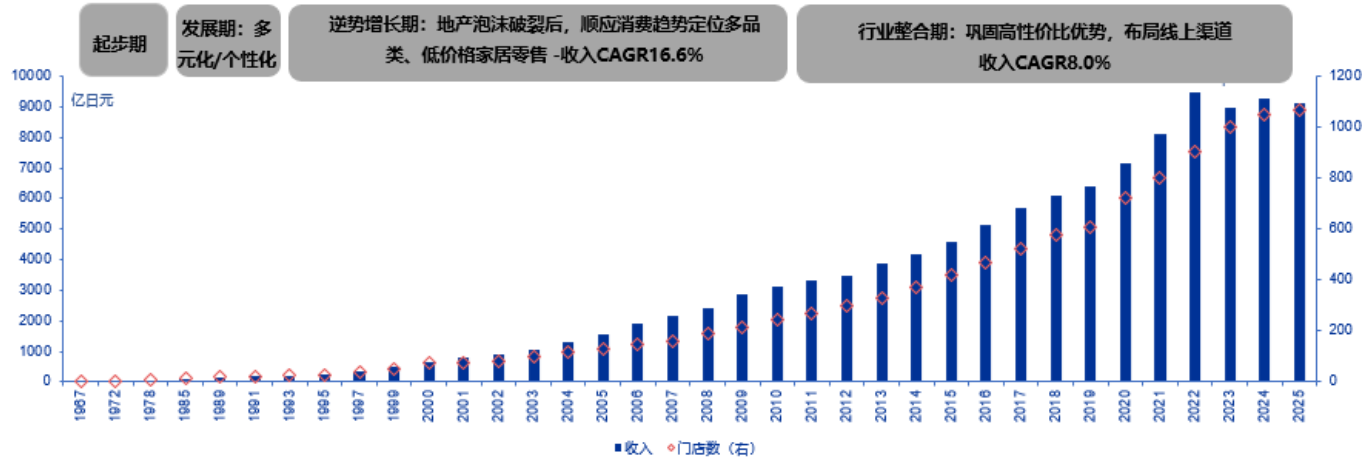
第二阶段：1976-1990 年，家居消费从统一化向多样化、个性化发展，宜得利明确高性价比和全 SKU 策略；

下载日志已记录，仅供内部参考

第三阶段：1991-2010 年，地产和股市泡沫破灭，中低价格带的耐用品消费提升；宜得利打造产品+供应链整合+终端零售核心竞争力，顺应消费趋势定位多品类、低价格家居零售，成为大家居行业发展领导者；

第四阶段：2010年至今，经济逐渐复苏，消费情况好转，行业集中度进一步提升，宜得利持续巩固高性价比的优势，积极布局线上渠道。

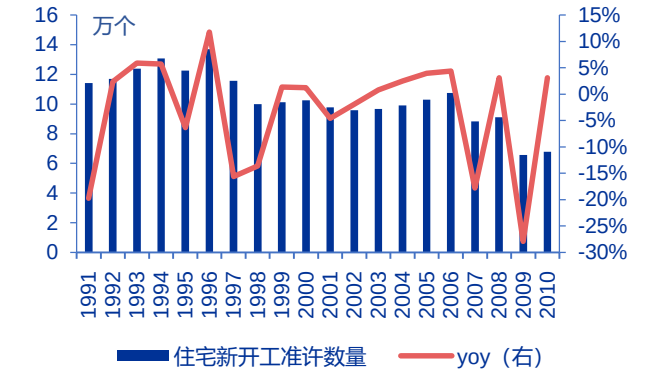
图 40：宜得利发展历程复盘



资料来源：宜得利公告，申万宏源研究

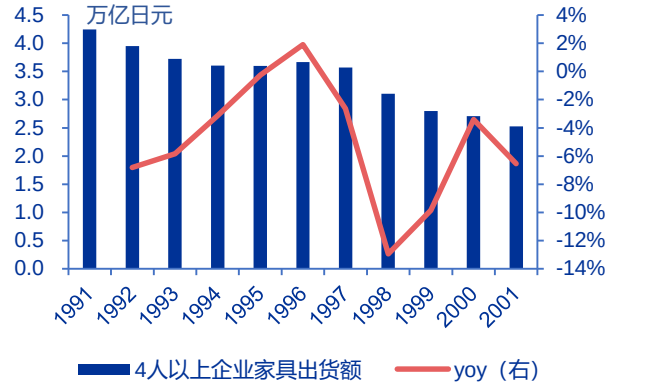
1991-2010 年日本地产和股市泡沫破灭，进口低价产品对日本国内产品形成替代，家居企业数量减少。90 年代日本地产和股市泡沫破灭，1991-2010 年住宅新开工准许数量 CAGR 为-2.7%，经济及地产进入下滑周期，家具出货表现低迷，1991-2010 年家具出货额 CAGR 为-5.0%。进口低价产品对日本本土家居市场造成冲击，对国内产品形成替代，均价下降，消费结构发生明显变化。家居企业数量明显减少，根据日本家具产业振兴会，日本家居企业数量从 1991 年的 25032 家，减少到 2016 年的 6128 家。

图 41：1991-2010 年日本住宅新开工低景气度



资料来源：日本经济产业省，申万宏源研究

图 42：90 年代日本家具企业出货额逐步下滑



资料来源：日本经济产业省，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

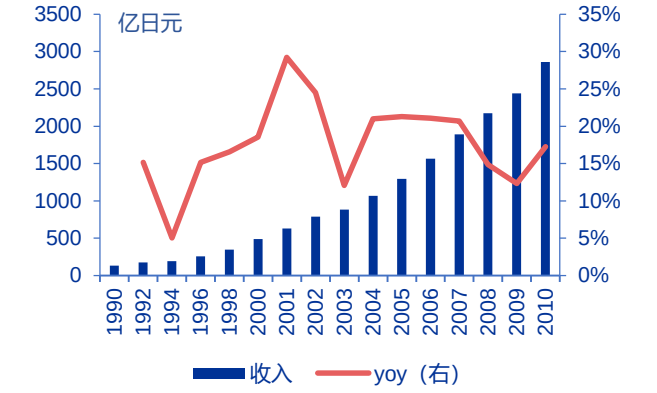
宜得利打造产品+供应链整合+终端零售核心竞争力，顺应消费趋势定位多品类、低价格家居零售，地产后周期实现逆势增长，1990-2010 年收入 CAGR 为 17%，经营利润 CAGR 为 22%。

产品：消费者对于平价产品诉求提升，宜得利性价比高、产品设计强、风格统一、品类齐全，满足一站式购物需求，同时提高家饰等高频产品占比，提高客户粘性和抗周期能力；积极拓展品类，2007 年销售厨房系统，进入住宅装修服务的市场。

供应链整合：深耕“制造物流 IT”，成为日系企业中第一家基于外商投资出口调配中心，以低价规模化直接采购原材料，在越南、泰国等地区布局代工厂，有效控制成本。

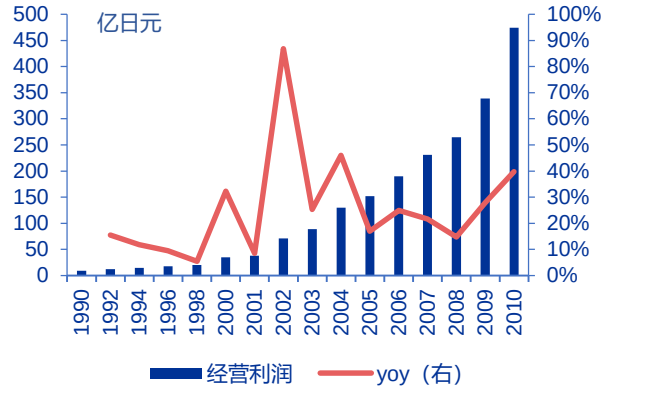
终端零售竞争力：终端类型多元化，包括 Nitori 大中型卖场、 Nitori 中型家居家饰店、Nitori Express 和 Deco Home 小型门店。

图 43：1990-2010 年宜得利收入 CAGR 为 17%



资料来源：宜得利公告，申万宏源研究

图 44：1990-2010 年宜得利经营利润 CAGR 为 22%



资料来源：宜得利公告，申万宏源研究

3.2 汉森：实施大家居战略，丰富品牌矩阵布局

汉森成立于 1970 年，是集设计、生产、销售为一体的综合性家居企业，提供家庭室内整体解决方案。汉森以核心单品（橱柜）切入市场，抓住历史机遇树立先发优势，后通过拓展品牌价格带和品类多元化，成为综合性家居领导者，发展历程可分为四个阶段。

第一阶段：1970-1997 年起步期，顺应战后韩国城市化进程加速和消费市场蓬勃发展，引入现代立式橱柜和标准化大型门店，成为橱柜品牌领导者；

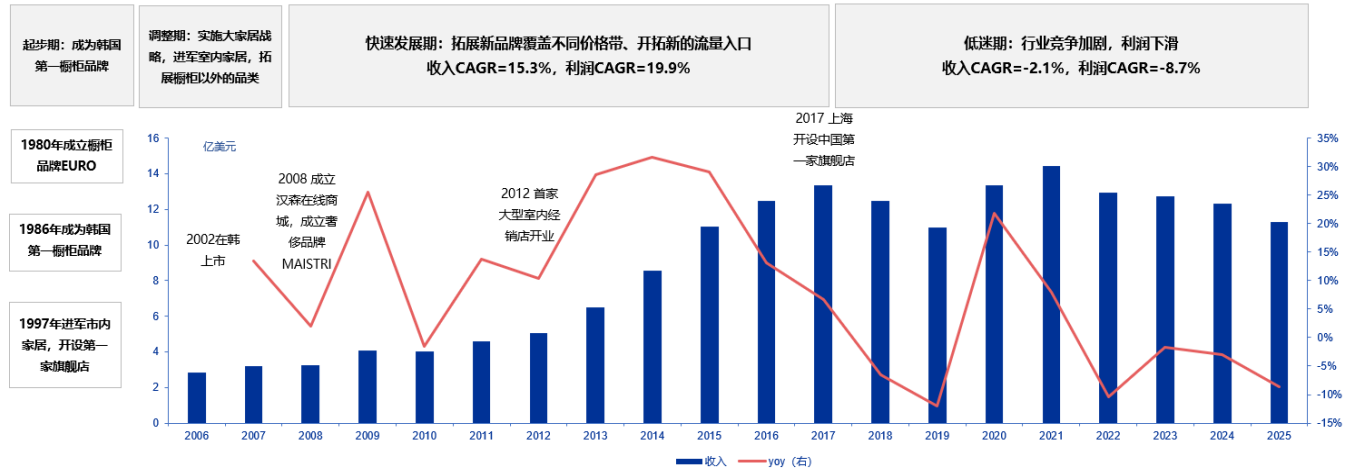
第二阶段：1998-2007 年调整期，实施大家居战略，进军室内家居，拓展橱柜以外的品类，2002 年上市；

第三阶段：2008-2017 年快速发展期，拓展新品牌覆盖不同价格带、开拓新的流量入口，后金融危机时期逆势增长；

第四阶段：2018 年至今低迷期，行业竞争加剧，挤占发展空间。

下载日志已记录，仅供内部参考

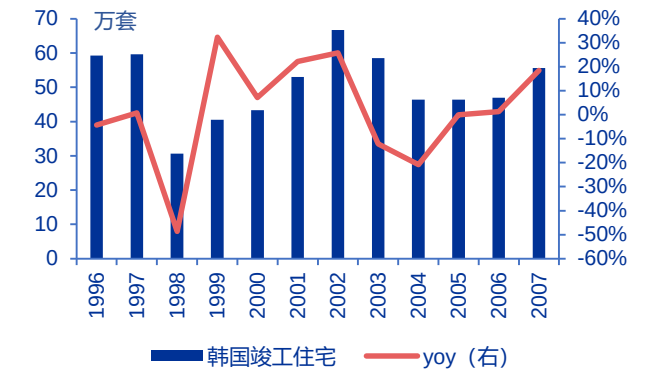
图 45：汉森发展历程复盘



资料来源：汉森公告，申万宏源研究

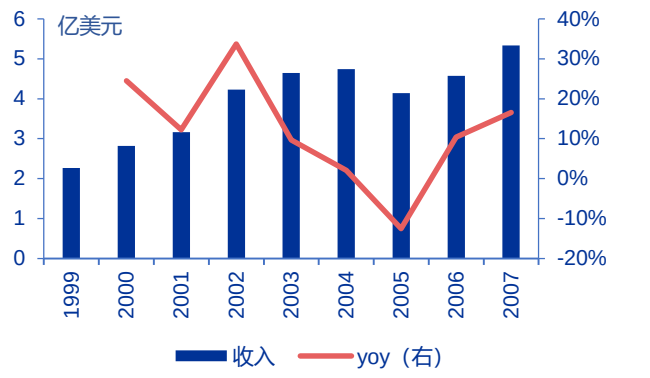
亚洲金融危机后大胆进行业务转型，实施大家居战略，拓展橱柜以外的品类，如布局 Hi Bath, Euro, Milan 等高中低不同层次的卫浴品牌。1998 年亚洲金融危机后，韩国竣工住宅数下滑，1997 年汉森创立室内家居事业部，采用大家居战略，将产品从橱柜延伸到餐厅、卧室、客厅、厨房等空间，推出全品类的室内场景展示，发力一站式解决方案，室内家具市占率在 2001 年成为全国第一，并保持至今。品类上，扩展高频消费品，品类连带提高客单价，并组织层次化的分销体系，全渠道广泛获取客流量，打造差异化的设计和专业化品牌形象，提高复购率。渠道上，拓展旗舰店（提供大型展示空间）和室内经销店（与旗舰店协同，覆盖空白商圈）。1999-2007 年汉森收入 CAGR 为 11%，实现在竣工住宅下滑阶段的逆势增长。

图 46：1998-2007 年韩国竣工住宅数下滑



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 47：1999-2007 年汉森收入 CAGR 为 11%



资料来源：汉森公告，申万宏源研究

3.3 家得宝：回归零售能力建设，高效率、重服务

家得宝成立于 1978 年，率先将一站仓储式超市业态引入家居建材行业。家得宝发展历程可分为三个阶段。

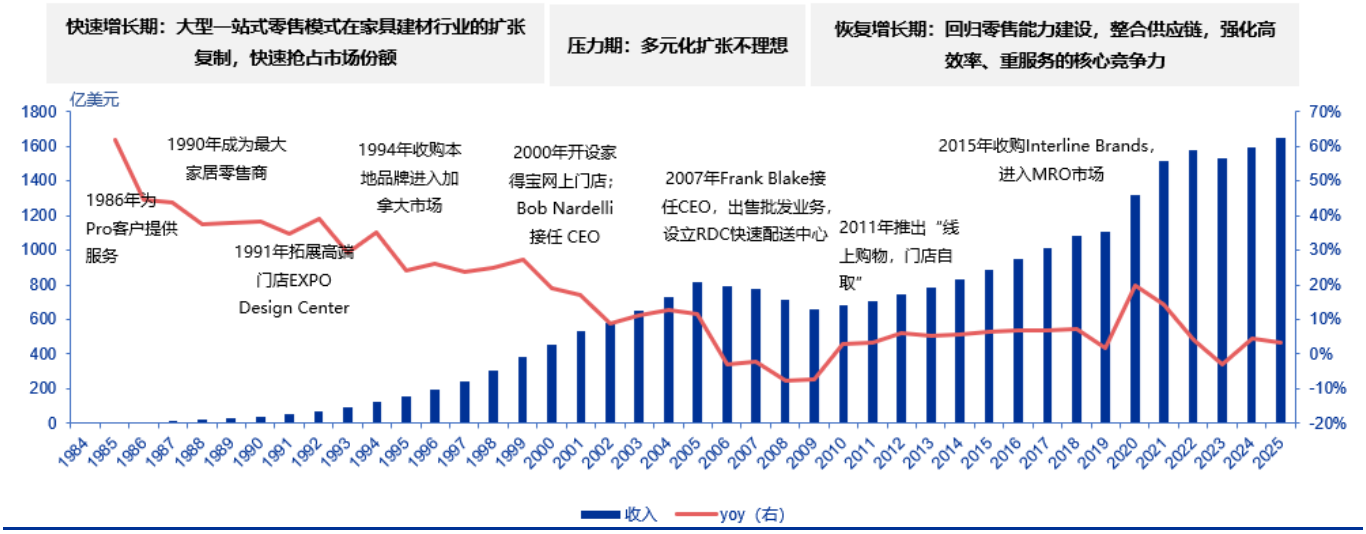
下载日志已记录，仅供内部参考

第一阶段：1978-2000 年快速增长期，美国经济繁荣期，通过大型一站式零售在家居建材行业的模式复制迅速抢占市场份额；

第二阶段：2001-2008 年压力期，美国次贷危机爆发导致经济增速及居民消费能力下滑，公司试图通过 ToB 业务和业态多元化实现第二成长曲线，效果不理想；

第三阶段：2009 至今恢复增长期，回归零售能力建设，通过建设配送中心、供应链整合等途径强化高效率、重服务的核心竞争力。

图 48：家得宝发展历程复盘

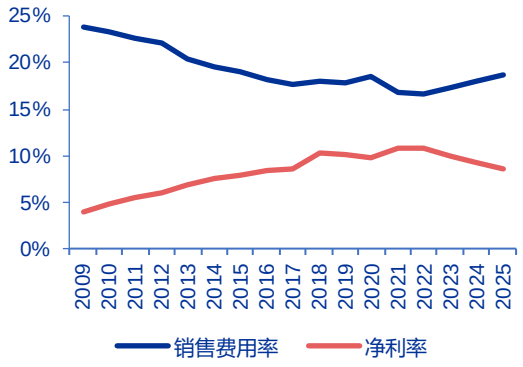


资料来源：家得宝公告，申万宏源研究

金融危机后，回归零售能力建设，通过建设配送中心、供应链整合等途径强化高效率、重服务的核心竞争力。2007 年 Frank Blake 担任家得宝新 CEO，进行战略调整，2007 年 8 月出售批发业务 Home Depot Supply，专注北美市场，甩掉历史包袱，回归零售主业，轻装上阵。金融危机爆发后公司战略进行系列调整和梳理，产品上，重新梳理结构，发展 Husky（五金）、LifeProof（地板）等自有品牌，增加产品 SKU，并通过全球买断式直采实现规模效应，降低成本；供应链上，2007 年从门店分散式采购转为建设快速配送中心（RDC），集中采购配送、自动补货、提高物流及库存管理效率；内部组织架构上，重启员工激励计划，针对全职销售人员推出 Honor Badge，针对临时销售人员推出 Success Sharing，持续强化服务的竞争力；业务类型上，探索新零售模式，2011 年推出线上下单、门店自取等 O2O 模式，2014 年建立直接履行中心（DFC）加快线上订单配送速度；同时重视 PRO 业务，即为专业客户提供服务，如酒店、公寓、医院、政府等。2009 年以来，公司销售费用率、净利率、客单量、客单价等指标均有明显提升。

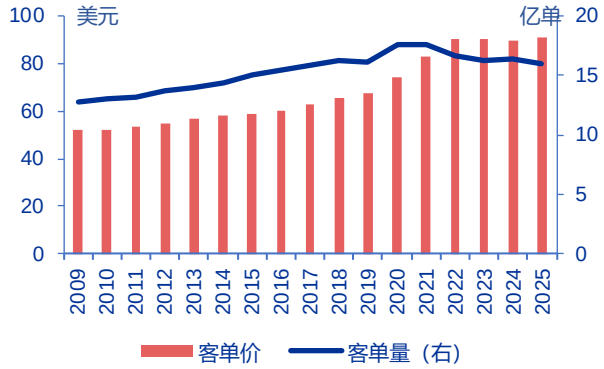
下载日志已记录，仅供内部参考

图 49：家得宝销售费用率降低，推高净利率



资料来源：家得宝公告，申万宏源研究

图 50：家得宝客单价、客单量稳步提升



资料来源：家得宝公告，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

4. 海内外家居公司复盘

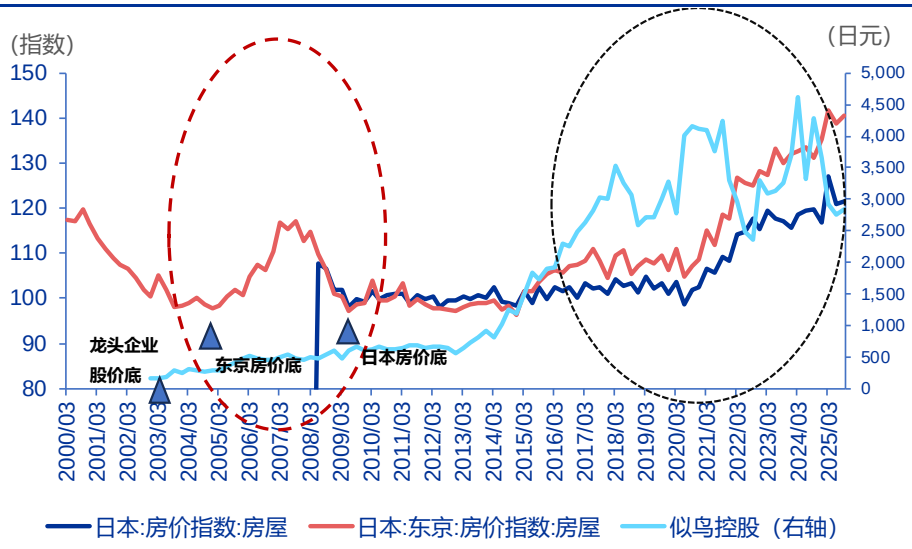
4.1 海外复盘：地产右侧确定后，家居股价具备更高持续性

复盘日本及美国房地产链板块股价与房价关系：我们发现，家居公司和房地产公司股价趋势较为一致，其股价底部时间接近，基本都领先于核心城市房价底；在全国房价底左侧房地产公司股价弹性更强，在右侧家居公司股价持续性会更好。

日本案例-似鸟控股（宜得利）：似鸟控股自 2002 年 10 月上市后，股价最低点出现在 2003 年 3 月，三井和三菱股价最低点出现在 2003 年 4 月，基本同步；此后房地产及产业链股价均具备明显绝对收益和超额收益。

以 2003 年 1 月为起点，地产公司三井不动产股价的超额收益在 2007 年 5 月达到最高值，累计超额收益 296%；产业链公司似鸟控股本阶段超额收益 78%，此后三井不动产股价超额收益回落、似鸟控股收益回升，至 2008 年 8 月似鸟控股收益超过三井不动产，此后在 2009-2012 年期间似鸟控股持续跑赢三井不动产，2013 年二者收益再次打平，至 2013 年末，三井不动产、似鸟控股超额收益分别为 353%、346%。

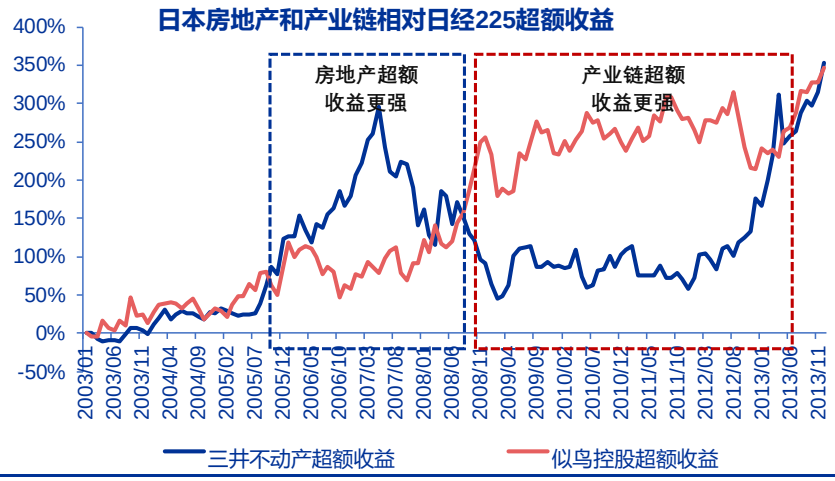
图 51：日本房价及产业链公司股价关系



资料来源：Wind，CEIC，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

图 52：日本房地产企业和产业链企业相对日经 225 超额收益



资料来源：Wind，CEIC，申万宏源研究

美国案例-家得宝：家得宝 The home depot 成立于 1978 年，目前是全球最大的家居装修零售商之一，将家庭维修、装修材料和专业承包商采购融合一体，主打 DIY（自己动手）+PRO（专业承包）业务模式；公司于 1981 年上市，目前已经发展到拥有超过 2300 家门店。

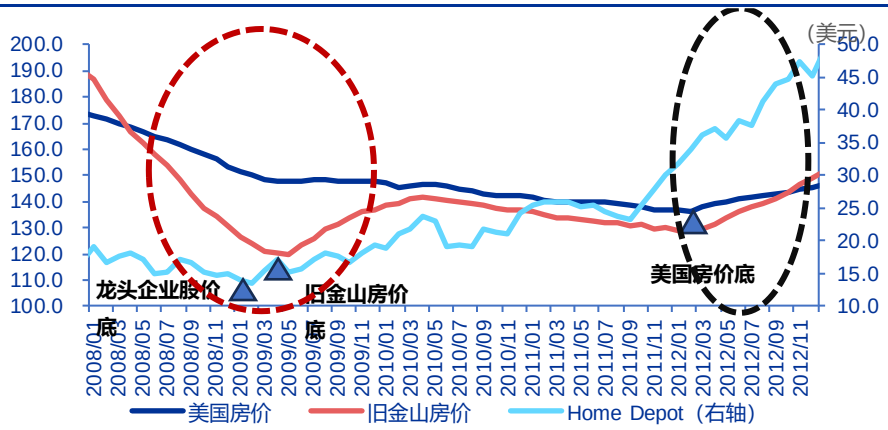
图 53：美国 The home depot 门店场景



资料来源：The home depot 官网，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

图 54：美国房价及产业链公司股价关系

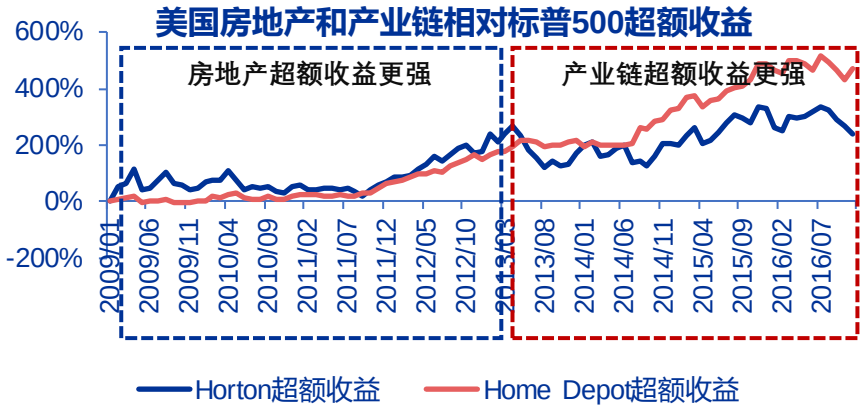


资料来源：Wind，CEIC，申万宏源研究

地产链公司股价驱动时间一致，在核心城市房价底到全国房价底区间内地产公司股价表现更强，全国房价底出现后家居公司作为产业链持续性更好。

以洛杉矶、旧金山为首的 6 个城市在 2009 年上半年房价逐渐见底企稳，因此我们以 2009 年 1 月为起点，观察地产链股票收益情况。2009 年开始 Horton（霍顿）、The home depot 股价均开始出现超额收益，但地产公司超额收益会更明显，Horton2009 年全年超额收益累计 50%、同期 The home depot 仅 5%；此后二者超额收益均持续提升，但地产始终表现更佳；至 2013 年 4 月 Horton 累计超额收益 270%，同期 The home depot 也高达 193%。此后地产回撤、产业链股价继续回升，The home depot 超额收益也在 2013 年 6 月超过 Horton。

图 55：美国房地产和产业链相对标普 500 超额收益



资料来源：Wind，CEIC，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

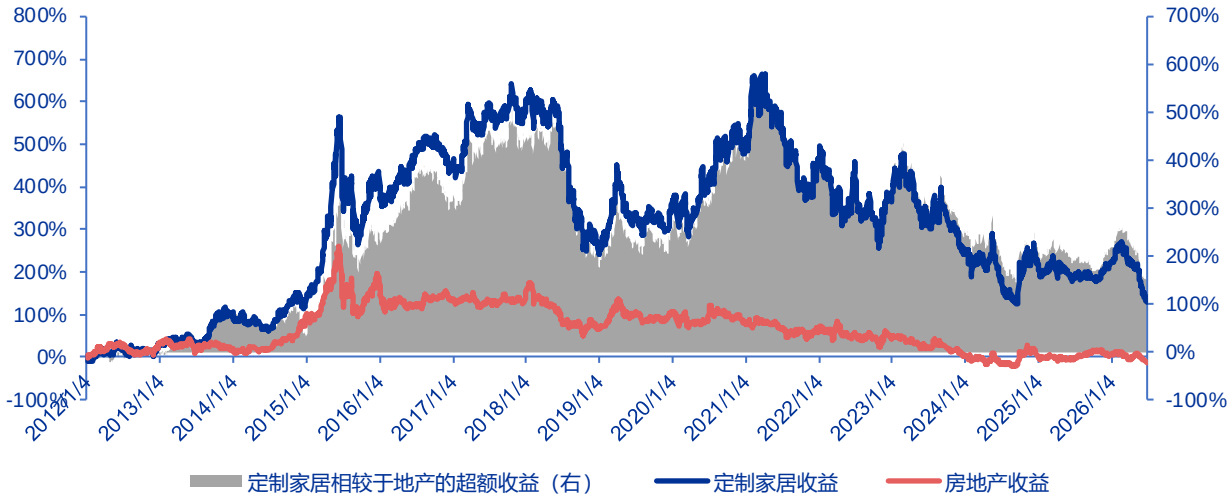
4.2 国内复盘：估值处于低位，向上空间大

复盘过去定制家居及成品家居的股价表现，家居企业股价波动幅度大于地产企业，2018 年之前，受益于行业渗透率提升及地产红利，相较于地产行业超额收益不断累计。2018 年以后股价和地产相关性提升，但每轮行业周期反转时，相较于地产有明显超额收益（估值和 EPS 双提升）。

2021 年以来，家居股价回调幅度更为明显，目前较地产超额收益已明显收敛（21 年定制家居、成品家居超额收益最高为 585%、66%，截至 2026.6.26 为 142%、36%），估值处于低位，向上空间大。

分板块来看，定制家居超额收益更为明显，主要系成品家居里面从事沙发、床垫等软体家居业务的企业表现较好，但美克、曲美等成品家居公司受市场风格变化，业务萎缩较为明显。但近年来成品家居体现明显超额，主要系出口和存量市场业务占比更高，业绩端具备更强稳定性。

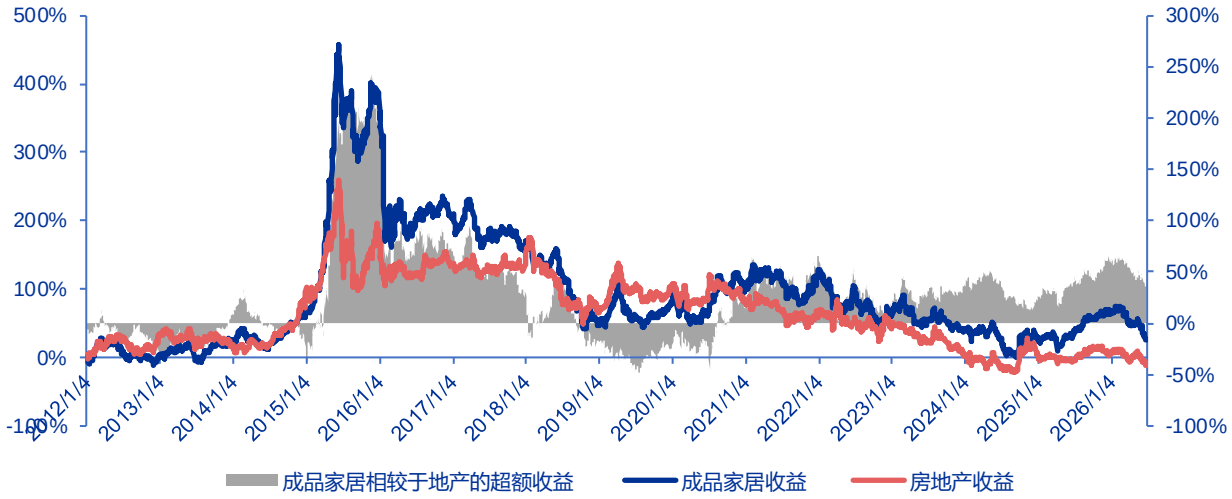
图 56：定制家居对比地产股价复盘



资料来源：Wind，申万宏源研究；注：定制家居、房地产收益参考申万相关指数

下载日志已记录，仅供内部参考

图 57：成品家居对比地产股价复盘



资料来源：Wind，申万宏源研究；注：成品家居、房地产收益参考申万相关指数

成品家居重点公司复盘：行业周期跟随地产波动，但竞争格局相对稳定，存量需求占比高，平滑新房影响，此外部分公司存在一定比例的外销业务，因此对国内地产变化的敏感度低于定制。

2018 年中以前：地产红利仍在，成品家居公司业绩稳定增长。截至 2018 年 5 月底，敏华控股（2010 年上市）、顾家家居（2016 年上市）上市以来累计涨幅分别为 474%、117%。敏华控股 FY2007-FY2018 收入复合增速为 24.7%（FY2018 年对应 2017Q2-2018Q，以此类推），顾家家居 2011-2017 年收入复合增速为 21.6%。但 2016 年底地产政策趋严，由于地产到家居零售的滞后，2018 年逐渐体现在家居企业业绩端，2018 年下半年家居企业普遍降速明显。

2018 年中-2018 年底：家居企业业绩表现承压，股价回落明显。2018 年 6 月-2018 年 12 月底，顾家家居、敏华控股股价分别回落 38%、51%。顾家家居收入增速从 2017 年的 39.0%降至 2018 年的 37.6%（主要系 2018 年新增较多并表标的，单看自主品牌增速为 20.7%），敏华控股收入增速从 FY2018 的 29.1%降至 FY2019 的 13.0%。

2019 年初-2021 年中：竣工改善从预期到兑现，催化上涨。前期新开工和竣工存在剪刀差，市场预期竣工将有所改善，2019 年初因地产销售回暖，各家公司估值有所提振，但后续因基本面仍承压，股价又有所回落。2019 年 7 月开始竣工数据出现明显改善，带动家居估值修复。2020 年初因疫情影响，竣工修复节奏有所中断，但 2020 年 5 月开始竣工重回修复通道。本轮行情于 2021 年中结束，2019 年初到 2021 年 5 月底的约两年半时间中，顾家家居、敏华控股分别上涨 162%、507%，敏华控股得益于港股牛市、及自身出口转内销逻辑，弹性大幅领先。

2021 年下半年至今：家居估值更多为博弈地产政策，基本面压力逐渐加大。2021 年 4 月新开工增速转负、7 月销售增速转负，拉开本轮下滑序幕。期间几轮股价修复，主要是源于对地产政策的博弈：

下载日志已记录，仅供内部参考

1）2021 年底，市场博弈恒大事件后的地产政策托底；

2）2022 年地产政策持续推动，如 5 月贷款利率下调，8 月专项借款推出“保交楼、稳民生”，国常会允许信贷政策“一城一策”，11 月信贷、债券、股权“三支箭”融资工具组合拳打出，缓解房企资金压力，“保交楼”项目推进；

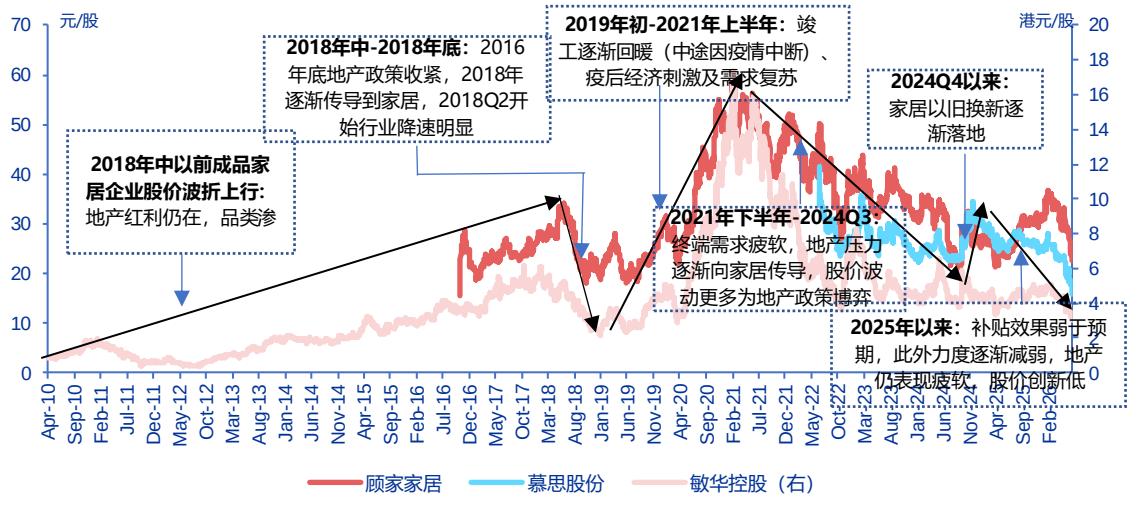
3）2023 年预期疫后需求复苏，但 4 月后高预期落空，后续城中村改造、认房不认贷、降低首付比例和存量贷款利率等政策持续出台，但效果并不明显；

4）2024 年以来地产数据恶化明显，竣工下滑 20%以上，家居企业业绩压力明显加大，2024 年 4-5 月地产政策再次密集出台，需求侧史上最大力度降息降首付，供给侧重点加码保交楼、去库存；

5）2021 年 6 月以来各家公司股价回调明显，截至 2024 年 8 月 31 日，顾家家居、慕思股份、敏华控股股价分别回落 57%、44%、70%（慕思股份为 2022 年 6 月新上市）。

2024Q4 以来：家居以旧换新激发存量需求，但由于补贴力度逐渐走弱，股价再度创出新低。2024 年 9 月以来，各地以旧换新政策逐渐落地，软体标准化程度高，更容易更换，更为受益以旧换新。但 2025 年以来，以旧换新政策效果弱于预期，且力度逐渐减少，叠加地产仍表现疲软。截至 2026 年 6 月 26 日，顾家家居、慕思股份、敏华控股分别较 2024 年 8 月底下跌 1%、32%、27%。顾家家居由于外销占比更高，内销多品类布局，业绩体现更强稳定性，股价表现相对强势。目前软体家居股价基本创新低，行业基本面见底，软体存量需求占比高，业绩具备更强业绩稳定性，高股息优势逐渐体现。

图 58：成品家居重点公司股价复盘



资料来源：各公司公告，申万宏源研究

<u>定制家居重点公司复盘：大趋势与成品家居类似，地产相关性更高，收款模式为先款后货，没有渠道库存作为缓冲，对地产变化更加敏感；商业模式迭代能力为胜负手</u>

2018 年中以前：地产红利+行业渗透率提升，索菲亚为十年红利的代表。索菲亚为定制行业第一家上市公司（2011 年），第二家好莱客于 2015 年上市，其余公司集中于 2017

下载日志已记录，仅供内部参考

年上市。凭借单一产品、单一渠道，索菲亚实现了 2008-2018 年收入复合超 40%的增速。截至 2018 年 5 月底，索菲亚上市以来累计涨幅达到 697%（区间最大涨幅 851%），其余几家如欧派家居、志邦家居、金牌家居上市以来涨幅分别为 99%、63%、188%。

2018 年中-2018 年底：定制与地产相关性高，且无渠道库存作为缓冲，2018Q2 起业绩回落明显。定制家居新房占比高，且收入主要在国内，与地产相关性高。2018Q2 定制家居企业业绩回落趋势明显，索菲亚收入增速从 2018Q1 的 30.3%降至 2018Q2 的 13.8%，全年增速从 2017 年的 36.0%降至 2018 年的 18.7%；欧派家居从 2018Q1 的 31.6%降至 2018Q2 的 21.1%，全年增速从 2017 年的 36.1%降至 18.5%；志邦家居收入增速从 2018Q1 的 38.3%降至 2018Q2 的 19.1%，全年增速从 2017 年的 37.4%降至 2018 年的 12.8%；金牌家居收入增速从 2018Q1 的 26.2%降至 2018Q2 的 8.6%，全年增速从 2017 年的 31.2%降至 2018 年的 18.0%。2018 年 6 月初-2018 年 12 月底，欧派家居、索菲亚、志邦家居、金牌家居股价分别回落 44%、51%、55%、48%。

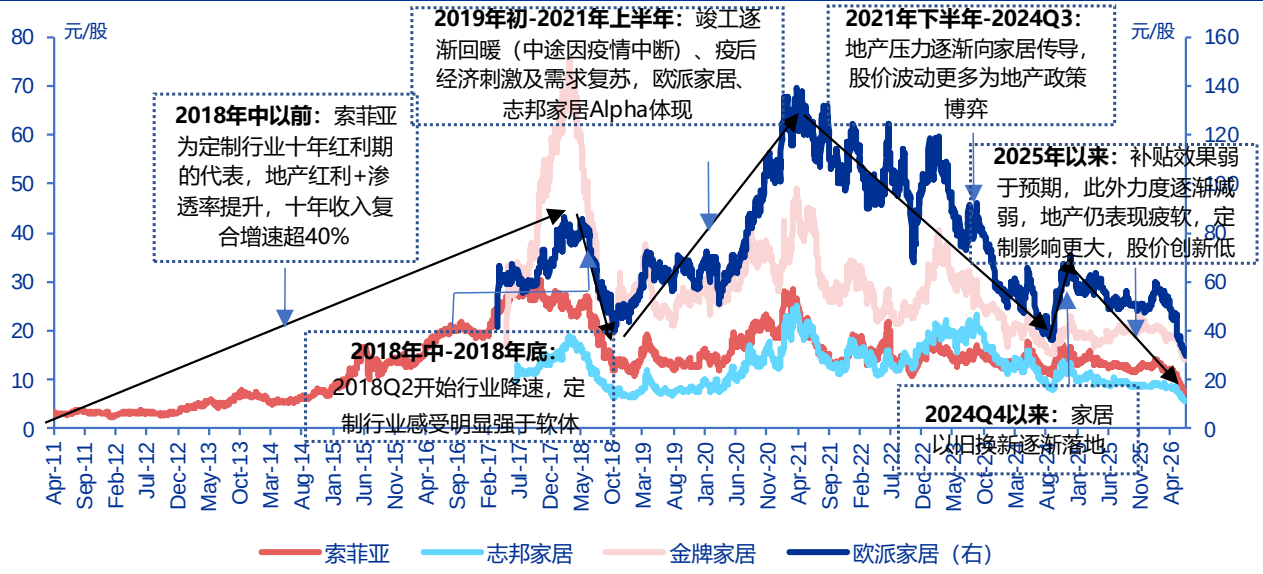
2019 年初-2021 年中：企业增长分化，体现增长 Alpha 的公司股价弹性明显更强。2019 年初-2021 年 5 月，欧派家居、索菲亚、志邦家居、金牌家居股价分别上涨 164%、77%、206%、77%。索菲亚在 2019-2020 年因战略调整，两年收入增速连续不到 10%，估值回落明显，股价弹性较弱。欧派家居凭借整装渠道、衣木卫等新品类发力，2019、2020 年收入分别同比增长 17.6%、8.9%。志邦家居、金牌家居凭借衣柜、大宗发力，志邦家居 2019、2020 年收入分别同比增长 21.7%、29.7%，金牌家居 2019、2020 年分别同比增长 24.9%、24.2%。

2021 年下半年至 2024Q3：地产博弈为主，定制压力大于软体。本轮行情中定制家居企业的股价演绎与成品家居类似，2021 年 6 月至今各家公司股价回调较为明显，截至 2024 年 8 月 31 日，欧派家居、索菲亚、志邦家居、金牌家居股价分别回落 67%、45%、57%、64%。

2024Q4 以来：以旧换新政策效果有限，地产延续疲软，股价均创出新低。各地以旧换新政策逐渐落地，但定制翻新难度较大，政策拉动效果有限，此外地产延续疲软，定制新房占比高，业绩影响更大。2024 年 9 月至今，截至 2026 年 6 月 26 日，欧派家居、索菲亚、志邦家居、金牌家居分别下跌 25%、38%、36%、11%。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 59：定制家居重点公司股价复盘



资料来源：各公司公告，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

5. 风险提示

竣工下滑对家居业绩形成压制。2026 年 1-5 月住宅竣工累计同比下滑 25%，而家居消费受竣工影响较大，竣工下滑或压制短期家居行业的业绩表现。

消费力持续表现低迷。家居为耐用消费品，如果后期终端购买力持续表现疲软，消费者可能选择推迟装修或者翻新，减少当期家居消费。

地产政策落地不及预期。地产支持政策持续出台，提振家居企业估值，但落地效果仍有待观察；如果后续落地不及预期，家居企业估值存在回调风险。

表 4：重点公司估值表

公司代码	公司名称	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）				PE		
		2026/6/30	2025A	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
603833.SH	欧派家居	183	19.97	20.58	21.93	23.21	9	8	8
	YOY		-23%	3%	7%	6%			
603816.SH	顾家家居	184	17.90	20.55	22.63	24.87	9	8	7
	YOY		26%	15%	10%	10%			
002572.SZ	索菲亚	70	9.01	10.12	10.89	11.85	7	6	6
	YOY		-34%	12%	8%	9%			
001323.SZ	慕思股份	69	5.36	5.61	6.25	7.04	12	11	10
	YOY		-30%	5%	11%	13%			
300673.SZ	志邦家居	24	2.05	1.95	2.43	2.23	12	10	11
	YOY		-47%	-5%	25%	-8%			
001222.SZ	金牌家居	21	0.22	1.17	1.56	2.82	18	14	7
	YOY		-89%	434%	33%	81%			

资料来源：Wind，申万宏源研究；盈利预测为 Wind 一致预期

下载日志已记录，仅供内部参考

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）　　：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform）　　：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral）　　：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform）　　：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）　　：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）　　：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)　　：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数　　：沪深 300 指数（A 股）、恒生中国企业指数（H 股）、纳斯达克指数（美股）

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。